

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA SYSTÉMOVÉHO INŽENÝRSTVÍ

Hnací faktory tvorby hodnoty firmy a jejich řízení

The driving factors of the firm`s value and their management

Student: Bc. Eva Mikesková

Vedoucí práce: Ing. Eva Moravcová, CSc.

Ostrava 2012

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Eva Mikesková

Studijní program:

N6209 Systémové inženýrství a informatika

Studijní obor:

6209T025 Systémové inženýrství a informatika

Specializace:

00 Systémové inženýrství a informatika

Téma:

Hnací faktory tvorby hodnoty firmy a jejich řízení
The Driving Factors of the Firm's Value and their Management

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska při stanovení hodnoty firem
3. Stanovení hodnoty firem a hnacích faktorů tvorby hodnoty
4. Tvorba a popis modelu pro stanovení hnacích faktorů a hodnoty firmy
5. Ověření modelu na konkrétní společnosti, vyhodnocení výsledků a stanovení hodnoty
6. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-8629-32-3.
DAMADARAN, Aswath. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. 1st ed. New York: Jon Wiley & Sons, 1994, p. 220. ISBN 0-471-10897-9.

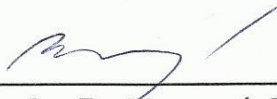
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

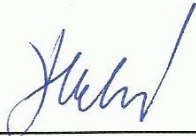
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Moravcová, CSc.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012




Ing. Eva Moravcová, CSc.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně pod odborným vedením vedoucího diplomové práce a s využitím odborné literatury, která je v práci citována a uvedena v seznamu literatury.

V Ostravě dne.....

.....

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala mojí vedoucí diplomové práce Ing. Evě Moravcové, CSc. za odborné vedení, dále Dr. Ing. Jiřímu Chuchrovi za objasnění problematiky, která se vztahuje k tématu diplomové práce, a společnosti ESAP Consult s.r.o. za poskytnutí podnětných připomínek a rad, které mi pomohly k vypracování této práce.

Obsah

Úvod.....	6
1. Teoretická východiska při stanovení hodnoty firem.....	7
1.1 Determinanty konkurenční výhody a výkonnosti firmy	7
1.2 Měření konkurenceschopnosti	9
1.2.1 Makroekonomická úroveň	9
1.2.2 Podniková úroveň	10
1.3 Efektivnost, konkurenceschopnost a výkonnost – přístupy k měření.....	11
1.4 Hodnotově orientovaný management.....	15
1.4.1 Tržní přidaná hodnota (MVA).....	17
1.4.2 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)	18
2. Stanovení hodnoty firem a hnacích faktorů tvorby hodnoty.....	19
2.1 Rozvaha	19
2.2 Výkaz zisku a ztrát.....	19
2.3 Cash flow.....	20
2.4 Stanovení tržní přidané hodnoty	22
2.5 Stanovení ekonomické přidané hodnoty	24
2.5.1 Ekonomický zisk a vymezení operační činnosti	24
2.5.2 Varianty provozních nadzisků	25
2.5.3 Závěr k variantám provozních zisků.....	27
3. Tvorba a popis modelu pro stanovení hnacích faktorů a hodnoty firmy	28
3.1 Odhad disponibilních peněžních příjmů	29
3.1.1 Krok 1: Zjištění příslušných prvků disponibilního peněžního příjmu .	30
3.1.2 Krok 2: Vytvoření sjednoceného historického pohledu.....	34
3.1.3 Krok 3: Vytvoření prognostických předpokladů a scénářů	39

3.1.4 Krok 4: Výpočet a hodnocení předpovědi disponibilního peněžního příjmu	44
4. Ověření modelu na konkrétní společnosti, vyhodnocení výsledků a stanovení hodnoty.....	45
4.1 Metody zjišťování potřebných informací	45
4.2 Charakteristiky společnosti OKD a.s.....	46
4.2.1 Profil společnosti	46
4.2.2 Předmět podnikání	48
4.3 Společnost OKD a.s., Krok 1: Rozpoznání příslušných složek příjmu volných peněz	50
4.4 Společnost OKD a.s., Krok 2: Vytvoření sjednoceného historického pohledu	50
4.4.1 Rozbor historických finančních výkazů	50
4.4.2 Rozbor míry návratnosti investovaného kapitálu	52
4.4.3 Analýza míry investic	53
4.4.4 Vyvození závěrů o udržitelnosti měr návratnosti	53
4.5 Společnost OKD a.s., Krok 3: Vytvoření prognostických předpokladů a scénářů	54
4.5.1 Určení celkové struktury předpovědi	54
4.5.2 Vytvoření příslušných scénářů	54
4.5.3 Vypracování stanoviska k předpovědi u každé proměnné	54
4.5.4 Rozhodnutí o délce prognózovaného období.....	56
4.6 Společnost OKD a.s., Krok 4: Výpočet a zhodnocení předpovědi příjmu volných peněz	57
4.6.1 Předpověď příjmu volných peněz.....	57
4.6.2 Stanovení předpovídaných hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti OKD a.s.....	57
Závěr	58

Seznam literatury

Seznam obrázků

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Úvod

Cílem této diplomové práce je tvorba systému pro stanovení hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti. Postupy stanovení hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty jsou modelovány nejdříve na fiktivní společnosti a poté jsou prezentovány na vybrané skutečné společnosti. Společnost vybraná k prezentaci systému je OKD a.s. Dílčím cílem této práce je dojít k určitým závěrům o hnacích faktorech tvorby hodnoty společnosti OKD a.s. a odhadům jejich vývoje v budoucnosti. Dalším dílčím cílem této práce je vyjádřit, nakolik je důležité stanovovat hodnotu firmy, řídit hodnotu firmy a znát vypovídací schopnosti jednotlivých faktorů tvořících tuto hodnotu.

Teoretická část diplomové práce obsahuje účel stanovení a řízení hodnoty firmy, kde jsou zdůvodněny odpovědi na otázky, jako jsou: „Proč řídit hodnotu?“, „Kdo se touto problematikou zabývá?“ apod. Dále vysvětluje teoretická východiska pro stanovení hodnoty firmy, které jsou nutné k poznání a pochopení toho, co se skrývá pod pojmem „hodnota firmy“. Poté se zabývá strukturou a popisem podnikových dat potřebných při aplikaci metod stanovujících hodnotu firmy, a výčtem a podrobnějším popisem jednotlivých metod, kterými se stanovuje hodnota.

V úvodu praktické části diplomové práce je na základě vybrané metody vytvořen model systému na datech fiktivní společnosti. Model je rozdělen do jednotlivých kroků, které jsou dále podrobně popsány. Praktická část pokračuje uvedením základních charakteristik a předmětu podnikání společnosti OKD a.s., na které je systém prezentován. Jednotlivé kroky modelu jsou postupně aplikovány na data společnosti, a významné výsledné hodnoty jsou dále diskutovány. V průběhu aplikace modelu jsou stanoveny historické hodnoty hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti OKD a.s. a je odhadnut jejich budoucí vývoj. Informace pro tuto část jsou čerpány z účetních výkazů společnosti, které jsou obsaženy v přílohách, a v práci je na ně odkazováno.

1. Teoretická východiska při stanovení hodnoty firem

Jednou ze základních charakteristik ekonomické reality je proces permanentní změny hodnototvorných procesů v důsledku opakovaného a trvale působícího komplexu globálních, sociálních, demografických a ekonomických faktorů.

Úspěšná firma musí vytvářet a prodávat výrobky či nabízet služby akceptované zákazníkem, za současného zvládnutí celkové efektivnosti firemních procesů pomocí nejefektivnějších metod řízení, s jediným cílem – prostřednictvím zvyšování firemní výkonnosti dlouhodobě a cílevědomě zvyšovat celkovou výslednou hodnotu firmy. Plánování a měření výkonnosti se proto stává klíčovým a nezastupitelným nástrojem řízení. [4] (Marinič 2008, str. 14)

1.1 Determinanty konkurenční výhody a výkonnosti firmy

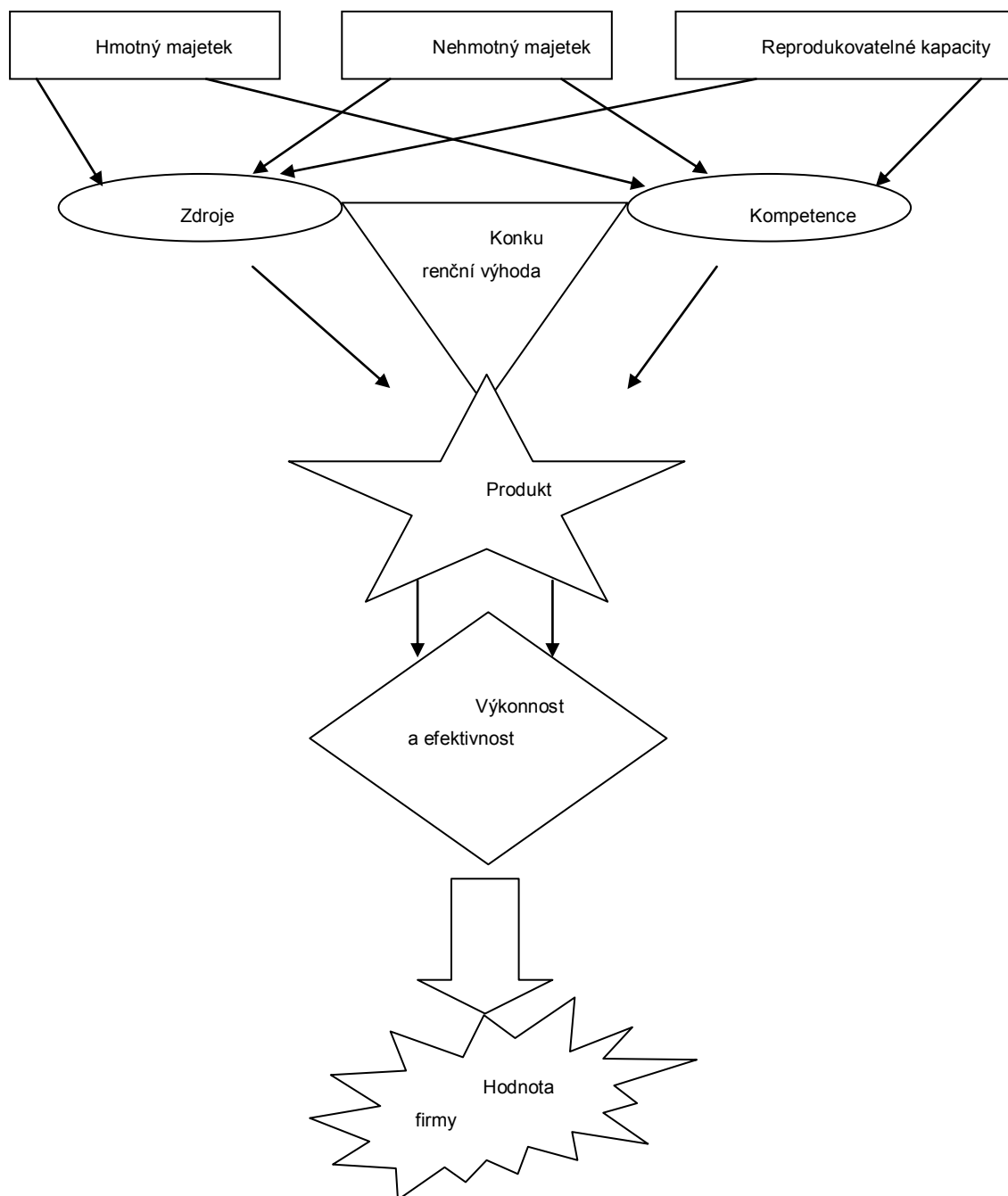
Jedním z klíčových faktorů (*value drivers*) výkonnosti firmy a následně tvorby hodnoty je konkurenceschopnost firmy a konkurenční výhoda.

Základními zdroji konkurenční výhody firmy, jak je vnímá znalostní management, jsou jednak originální dovednosti a kompetence vlastní pouze konkrétní firmě, ale i reprodukovatelné dovednosti a kompetence, vlastní více firmám:

- originální dovednosti a kompetence mohou mít jak **hmotný charakter** (*tangible assets* – zařízení a technologie založené na intelektuálních majetkových právech, exkluzivních licencích a ochranných známkách, patentech), tak **nehmotný charakter** (*intangible assets* – know-how, brand equity, organizační systém, procesy, strategické partnerství atd.).
- reprodukovatelné kapacity jsou například stroje a technické zařízení, finanční zařízení, marketingová politika, obecně známé poznatky a vědomosti, neexkluzivní licence.

Schopnosti zahrnující organizační a řídicí systém firmy, tvoří kompetentnost firmy. Kompetence firmy neboli dovednost firmy je rozhodující proto, aby disponibilní zdroje firmy byly smysluplně, cílevědomě a efektivně zapojené do tvorby designu, výroby a prodeje produktu či služby, jež jsou pro trh velice lukrativní a zákazníci žádané, což se projevuje v objemu tržeb a v souladu s pohledem Strategic

Performance Measurement (SPM) v celkové rentabilitě firemní činnosti a tvorbě hodnoty firmy. [4] (Marinič 2008, str. 16)



Obrázek 1: Konkurenční výhoda a tvorby hodnoty

Jak je patrné z obrázku 1 pilířem konkurenční výhody je **produkt**, resp. nabízená služba představující **hodnotu**, a to jak pro zákazníka, tak pro výrobce. Hodnotu pro zákazníka ovlivňuje především jedinečnost výrobku a „vnitřní“ kvalita výrobku vnímaná zákazníkem. Z pohledu výrobce je výsledná hodnota determinována **celkovou rentabilitou (efektivitou)**, s níž je tento produkt vyráběn,

protože jak již bylo zmíněno, snaha maximalizovat zisk ovlivňuje distribuční funkci podniku. Základními faktory, z nichž je generován výsledný zisk, jsou celkové tržby snížené o celkové náklady. Tempo růstu tržeb je ovlivněno úspěšností na trhu, objemem výroby a cenou. [4] (Marinič 2008, str. 17)

Jak již bylo zmíněno, pilířem konkurenční výhody je produkt. Z hlediska logicko – kauzální vazby lze jednotlivé komponenty konkurenční výhody rozdělit podle postavení faktorů v hodnotovém řetězci jako ukazatele **hybné** (neboli rozhodující, hodnototvorné, podmiňující výsledný efekt ve formě přidané hodnoty či rentability) a ukazatele **podpůrné**. Z tohoto hlediska je hybným faktorem **spokojenost zákazníka**, která je v interaktivní vazbě s **loajalitou zákazníka**, společně dlouhodobě vážou kupujícího k produktu, značce a firmě a vytvářejí prostřednictvím maximalizace tržeb předpoklad prosperity výrobce a růstu hodnoty firmy. [4] (Marinič 2008, str. 18)

1.2 Měření konkurenceschopnosti

Přístupy k měření konkurenční výhody jako jednoho z hlavních generátorů tvorby hodnoty firmy můžeme rozdělit na dvě úrovně, a to:

- úroveň makroekonomická,
- úroveň podniková. [4] (Marinič 2008, str. 20)

1.2.1 Makroekonomická úroveň

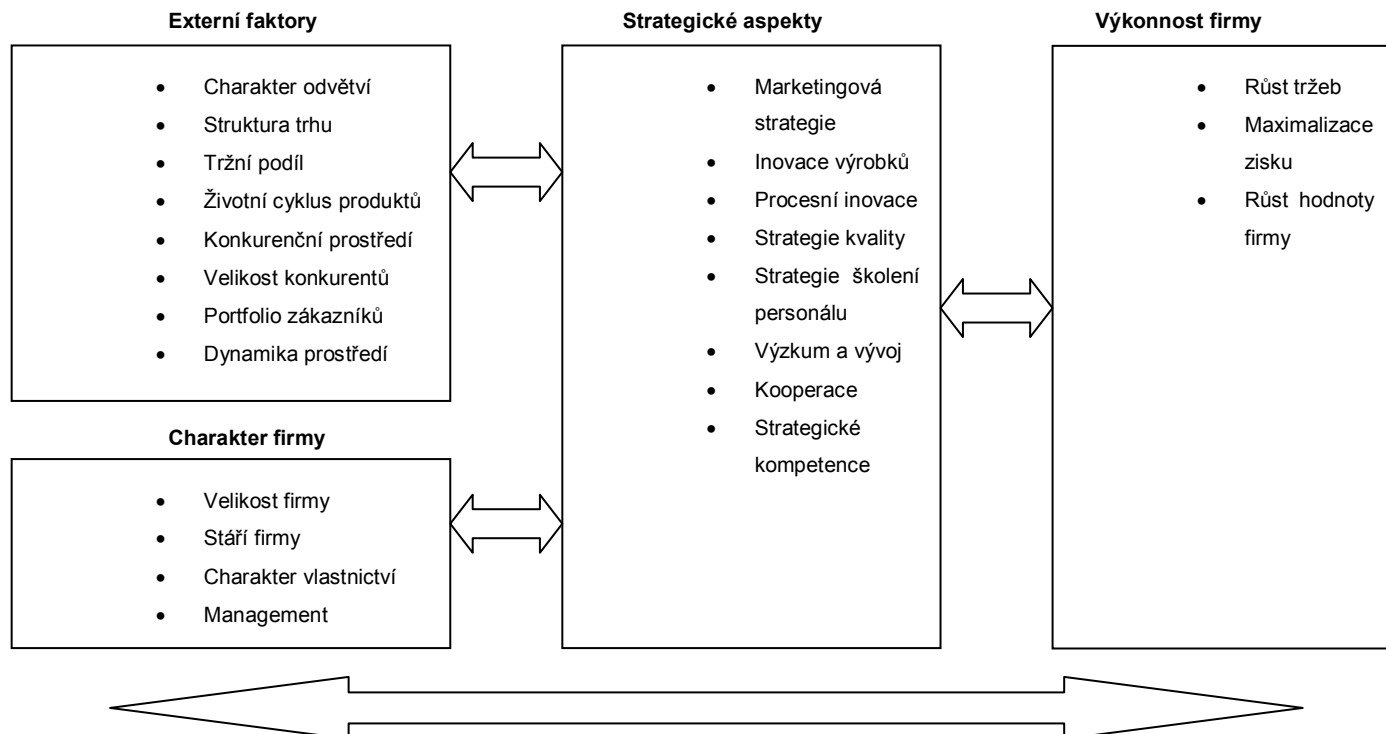
V globální ekonomice nestačí pouze na makroekonomické úrovni vytvářet příznivé klima v oblasti politické, právní a sociální, které jistě jsou nezbytné, ale samy o sobě nepostačující. Pro tvorbu hodnoty firmy vytvářené právě na podnikové mikroekonomické úrovni jsou rozhodující firmy disponující kreativní a sofistikovanou strategií přetvářenou do operativní praxe, jejímž efektem jsou zhodnotitelné výrobky a služby. Teprve spojení takových firem a příznivého makroekonomického prostředí přináší žádoucí efekt a dává základ pro růst bohatství a prosperitu jednotlivých zemí. [4] (Marinič 2008, str. 20)

1.2.2 Podniková úroveň

Firmy se snaží identifikovat, řídit a měřit faktory, které jsou akcelerátory výkonnosti a tvorby hodnoty (*value drivers*). Z hlediska úspěšné konstrukce systému měření a hodnocení firemní výkonnosti je stěžejním problémem propojení finančních a nefinančních ukazatelů na nejvyšší cíl. Toto propojení předpokládá definici příčinné (kauzální) vazby a od ní se odvíjející rámec a způsob fungování. Ideálem je vzájemné propojení těchto faktorů pomocí příčinné kauzální vazby a vytvoření architektury klíčových faktorů, tzv. *Value driver Tree*.

Stěžejním předpokladem využití teorie konkurenční výhody ve firemním řízení je konstrukce a využití takových nástrojů měření a hodnocení, které by propojovaly finanční i nefinanční ukazatele do koherentního systému. Takovou možnost nabízí strategický systém měření výkonnosti.

Strategický systém měření výkonnosti firmy – **Strategic Performance Measurement (SPM)** – odstraňuje nedostatečné propojení finančních a nefinančních ukazatelů v známých systémech měření a nabízí nové přístupy v řešení.



Obrázek 2: Charakteristika strategického systému měření výkonnosti

V rámci tohoto přístupu jsou v současné teorii a praxi především v zahraničí, ale i u nás viditelné v různých modifikacích především tři směry:

- systémy založené na exaktních finančních ukazatelích,
- systémy založené na aplikaci nefinančních ukazatelů,
- systémy, ve kterých jsou ukazatele finanční i nefinanční propojeny.

Jako příklad může posloužit hodnotově orientovaný management – *value based management*, *Balanced Scorecard*, model *EFQM*. Kromě těchto koncepcí existují i další méně známé a rozšířené, které jsou různou modifikací těchto základních směrů. Za všechny zmíníme metodu *Six Sigma*, metodu *Lean* a teorii omezení *TOC*. [4] (Marinič 2008, str. 24 – 26)

1.3 Efektivnost, konkurenceschopnost a výkonnost – přístupy k měření

Za posledních let jsme svědky mnoha více či méně úspěšných pokusů o implementaci různých nových přístupů v managementu, které mají společný cíl – zefektivnění firemní činnosti a zvyšování firemní výkonnosti. Za všechny zmíníme management kvality (*Total Quality Management*), zplošťování organizační struktury (*lean management*, *flat organisation*, *team building*), kontinuální zkvalitňování procesů (*empowerment*, *continous improvement*, *kaizen*), reengineering atd. Tyto systémy často nesplnily na ně kladená očekávání, protože cíle, jež definovaly, nebyly pojaty komplexně, byly nejasné a hlavně nedovedly vhodně propojit faktory determinující tvorbu hodnoty – akcelerátory tvorby hodnoty (*value drivers*) – s vrcholovým cílem firmy.

Přes vysokou vypovídací schopnost finančních ukazatelů a široké možnosti aplikace jejich výsledků (prostřednictvím aplikace matematicko – statistických a nestatistických metod) od řízení přes investiční rozhodování až po stanovení bonity či oceňování je nutno vidět omezení limitující jejich možnosti. Je třeba si uvědomit, že samotná konstrukce ukazatelů, případně systémů na nich založených, je z hlediska složitosti reality podnikové praxe konstruovaná pomocí velice jednoduchého matematického aparátu, který není schopen tuto realitu popsat algoritmem.

Systémy založené na exaktních finančních ukazatelích si zachovávají vlastnosti, a tedy i nedostatky základních ukazatelů finanční analýzy. Tyto nedostatky znehodnocují snahu po konstrukci **klíčových faktorů výkonnosti**, tzv. *Value Driver Tree*, který by měl vzniknout rozložením těchto ukazatelů do dalších dílčích ukazatelů nižší úrovně a pomocí faktorové analýzy definovat jednotlivé vlivy, jež ovlivňují tvorbu hodnoty, a tím identifikovat klíčové elementy výkonnosti podniku.

Na druhou stranu tyto ukazatele mají i nesporné výhody. Především je jejich shromažďování a zpracování velice rychlé a není finančně náročné, což je dáno dostupností zdrojů (výroční zpráva, zveřejněné výsledky hospodaření, rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz o peněžních tocích atd.). Další výhodou je skutečnost, že jejich konstrukce vychází z účetních standardů, což umožňuje snadné porovnání s identickými ukazateli v minulosti, a to v rámci firmy i mezipodnikově, resp. mezinárodně. [4] (Marinič 2008, str. 28)

Ekonomické ukazatele především rentability jsou sice nutné ale nikoli dostačující pro generování udržitelného růstu hodnoty pro akcionáře. Skutečným předpokladem ziskovosti je složitý životní cyklus umožňující firmě přežít, přizpůsobovat se, inovovat a dosahovat ekonomického růstu.

V podnikové praxi je k dispozici mnoho cenných údajů a informací, které nelze měřit klasickými finančními nástroji, ale bez nichž by obraz o finanční situaci firmy nebyl úplný a pravdivý.

Nefinanční ukazatele nejsou na rozdíl od ukazatelů finančních založeny na účetních standardech. Další výhodou je skutečnost, že charakter nefinančních ukazatelů umožňuje použití vyšší analýzy, čímž je předurčuje k tomu, aby rozšířili stávající možnosti řídicího aparátu firemního managementu. V praxi existují pro vyjádření a definování cílů firmy a měření firemní výkonnosti dvě mezní tendence. Jsou to přístupy založené na finančních ukazatelích a přístupy naopak založené na nefinančních ukazatelích. Kromě těchto dvou je patrný i třetí, představující agregaci obou směrů. [4] (Marinič 2008, str. 29)

Mezi hlavní přednosti nefinančních ukazatelů patří zejména:

- schopnost vyjádřit podíl duševního vlastnictví, tedy “nehmotných aktiv” na celkovém výsledku činnosti a tvorbě přidané hodnoty,
- na rozdíl od finančních ukazatelů, které z hlediska času hodnotí zpravidla zpětně krátkodobé cíle, nefinanční ukazatele jsou více spjaté s dlouhodobou strategií a dlouhodobými cíly a jsou schopné definovat a predikovat faktory ovlivňující celkovou úspěšnost firmy,
- nefinanční ukazatele charakterizují základní aspekty hodnotového řetězce firmy a jsou orientovány do budoucna, mají i schopnost definovat hlavní faktory ovlivňující vývoj cílových finančních ukazatelů,
- reakce nefinančních ukazatelů na změny vnějšího prostředí jsou citlivější, čímž při správné a rychlé aplikaci pomáhají zefektivňovat proces manažerského řízení,
- jevy podchycené nefinančními indikátory předcházejí následkům a důsledkům, které jsou měřené většinou exaktními finančními ukazateli.

Z hlediska objektivit je, ale na druhou stranu, nutné se zmínit i o hlavních nedostatcích při aplikaci nefinančních ukazatelů v řízení. Hlavním problémem je problém nákladů a faktor času. Tvorba a využití systému, jejich sběr a vyhodnocování je proces náročný z hlediska času i nákladů. Dalším nedostatkem je skutečnost, že na rozdíl od finančních ukazatelů založených na účetních standardech jsou nefinanční ukazatele, získané různými způsoby a za nesourodých denominatorů (čas, množství...), jen těžko využitelné pro mezifiremní srovnání. Třetím nedostatkem je skutečnost, že ne vždy existuje jednoznačně definovatelný kauzální vztah mezi nefinančními ukazateli, účetními daty a cenou akcií vyjádřenou trhem.

Co se týká klasifikace nefinančních ukazatelů, můžeme je z hlediska měřitelnosti rozdělit do dvou skupin, a to na ukazatele:

- **Kvantifikovatelné**, které lze vyjádřit pomocí měrných jednotek množství, objemu, velikosti, času a podobně.

- **Nekvantifikovatelné**, které nelze vyjádřit měrnými jednotkami, ale musíme je vyjádřit slovně, pomocí různých hodnotících stupnic, rastrů a grafů, aby měly vypovídací a porovnávací schopnost.

Z hlediska obsahového tyto ukazatele rozdělujeme také do dvou skupin, a to:

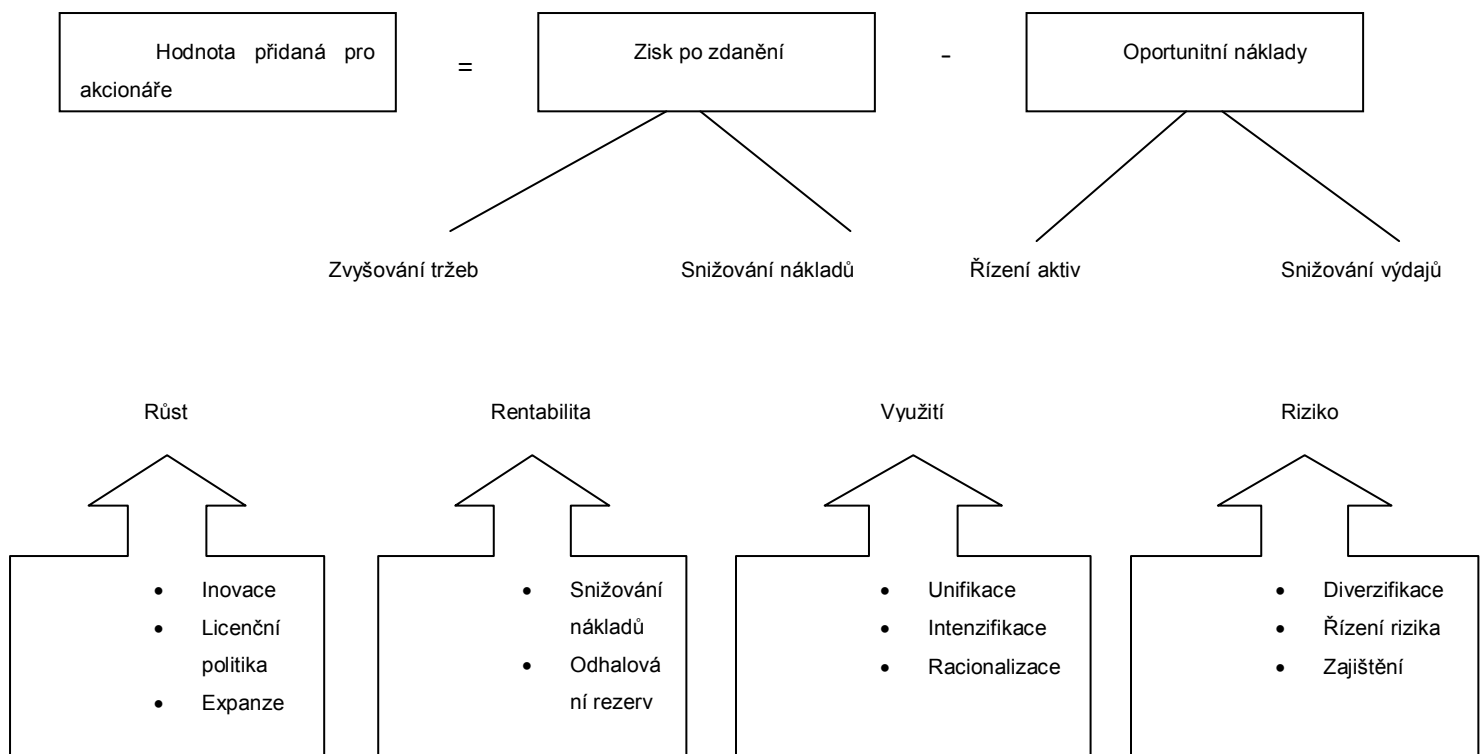
- Ukazatele **externí**, které představují vnější omezení a bezprostředně přímo nebo nepřímo ovlivňují hospodaření a celkovou finanční situaci firmy. Tento druh ukazatelů můžeme rozdělit na:
 - **makroekonomické**, jako např. nasycenost trhu, celková situace národního hospodářství, vývoj zahraničního obchodu, platební bilance, úroveň a kvalita dodavatelsko – odběratelských vztahů, legislativní rámec atd.,
 - **mikroekonomické**, jako např. postavení firmy na trhu, strategické záměry konkurence, solventnost hlavních odběratelů, záměry a vize hlavních investorů,
 - **geografické**, jako např. poloha podniku a dopravní obslužnost a omezení, skladba pracovních sil v regionu, možnost teritoriálního rozvoje a podobně.
- Ukazatele **interní**, které mohou ovlivnit celkovou situaci firmy, jako např. úroveň a kvalita řízení, úroveň technologie, úroveň výzkumu a vývoje, ale i diverzifikace vlastnických práv kapitálová účast managementu, ekologická politika, licenční a patentová politika, progresivita a kvalita výrobků na vlastnictví, úroveň inovačního cyklu, organizace výroby, marketingu a prodeje a podobně.

Z hlediska úspěšné konstrukce systémů měření a hodnocení firemní výkonnosti je stěžejním problémem propojení finančních a nefinančních ukazatelů na nejvyšší cíl. Toto propojení předpokládá definici příčinné (kauzální) vazby a od ní se odvíjející rámec a způsob fungování. [4] (Marinič 2008, str. 29 – 30)

1.4 Hodnotově orientovaný management

Aplikace ukazatele přidané hodnoty odstartovala proces orientace na hodnotové řízení podniku, založené na tvorbě stále rostoucí hodnoty pro akcionáře. Tato orientace je v anglosaské literatuře nazvána **Value Based Management** – neboli hodnotově orientované řízení. Hodnotově orientovaný management klade důraz na tržní přidanou hodnotu – **Market Value Added (MVA)** – a na ekonomickou přidanou hodnotu – **Economic Value Added (EVA)**. Vychází z veličin jako zisk, případně peněžní toky, které poměruje k celkovým vynaloženým nákladům na kapitál – **cost of capital** – čímž generuje hodnotu vytvořenou pro akcionáře.

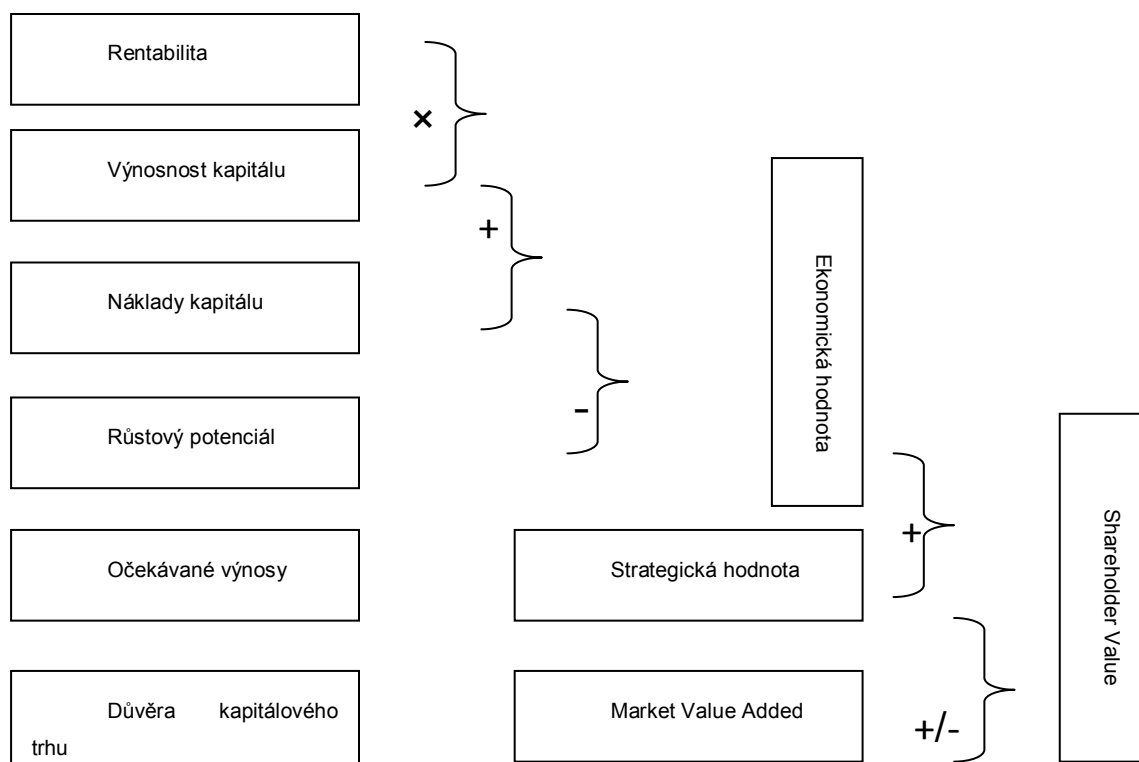
Tento přístup také vyvolává potřebu aplikace a užívání nových ukazatelů, lépe vystihujících procesy a elementy (*value drivers*), ve kterých je hodnota generována. Hodnota v takto orientovaném řízení se tvoří prostřednictvím kapitálu investovaného do aktiv, z nichž plynou v procesu transformace do firmy tržby. Rozdíl mezi tržbami a účetními náklady je účetní zisk. Snížením účetního zisku o daňovou povinnost dostaneme zisk po zdanění. Po odečtení oportunitních nákladů dostaneme ekonomický zisk, který představuje odměnu za poskytnutí vlastního kapitálu, ale musí také přispět na financování dalšího rozvoje firmy a vystupuje tedy jako akcelérátor budoucího růstu hodnoty firmy.



Obrázek 3: Tvorba hodnoty pomocí akcelérátorů

[4] (Marinič 2008, str. 33)

Kategorie hodnota je rozlišována jako **ekonomická hodnota** (*economic value*), tedy současná hodnota budoucích výnosů, a **strategická hodnota** (*strategic value*), tedy reálná opce hodnoty potenciální investice na základě předpokládané úspěšnosti firmy z hlediska strategického plánu, představující schopnost managementu realizovat tvorbu hodnoty do budoucna. Odrazem úrovně těchto dvou faktorů je tržní pozice ceny akcií, tedy důvěra trhu (*market confidence*). Nástroje měření a koncepce jednotlivých indikátorů jsou v hodnotově orientovaném managementu konstruovány vždy tak, aby byl vyjádřen celkový docílený efekt ve vztahu k vloženému kapitálu vyjádřenému v různé formě. Tuto koncepci vyjadřuje buď přímo konkrétní ukazatel, nebo systém ve svém vrcholovém indikátoru.



Obrázek 4: Akcelerátory tvorby hodnoty

[4] (Marinič 2008, str. 33 – 34)

1.4.1 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Tržní cena podniku (součin kurzu jedné akcie s počtu emitovaných akcií) se liší od účetní hodnoty podniku (čistého obchodního jmění). Ukazuje se, že nejlepším indikátorem je **ukazatel tržní přidané hodnoty** (*market value addend, MVA*) jako rozdíl současné tržní ceny podniku vyjádřené celkovou hodnotou akcií na burze a účetní hodnotou vloženou akcionáři do podniku (*book value, BV*), která vyjadřuje hodnotu skutečně investovaného kapitálu akcionářů.

MVA – hodnota přidaná trhem – vyjadřuje, jak trh až do okamžiku, kdy podnik hodnotíme, změnil (zvýšil / snížil) původní vklad akcionářů.

Správná identifikace tržní přidané hodnoty firmy vyžaduje důslednou analýzu skupiny ukazatelů, jež pocházejí zčásti z podnikového informačního systému a zčásti z údajů kapitálového trhu. Tato skupina ukazatelů poskytuje informace investorům o potenciálu firmy zhodnotit jejich případné kapitálové investice. [4] (Marinič 2008, str. 34 – 35)

1.4.2 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Pojem ekonomická přidaná hodnota (*economic value addend, EVA*) se v posledních letech stále více prosazuje jak v ekonomické teorii, tak, a to zejména, v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou.

Jedná se o to, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem, nebo též nadziskem. **Ekonomický zisk** v tomto pojetí dosahuje tehdy, když jsou **uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu**, především náklady na vlastní kapitál. Pokud tedy podnik vykazuje účetní zisk, vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.

Myšlenka takto koncipovaného ekonomického zisku se objevuje již u starších anglických autorů, např. Marshalla, a od této doby lze její modifikace nalézt u velké řady autorů. [5] (Mařík 2005, str. 10)

„Znovuobjevení“ ukazatele ekonomických zisků v podobě EVA (a dalších variant, viz dále) bylo vyvoláno potřebou najít ekonomický ukazatel, který by:

- vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statickými propočty,
- umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika a bral v úvahu rozsah vázaného kapitálu,
- umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.

Uvedeným požadavkům vyhovují právě ukazatele postavené na koncepci ekonomických zisků (nadzisků), především pak ukazatel EVA. [5] (Mařík 2005, str. 12)

2. Stanovení hodnoty firem a hnacích faktorů tvorby hodnoty

Pro stanovení hodnoty firmy jsou důležité finanční ukazatele obsažené ve finanční analýze společnosti. Jsou to:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztrát,
- cash flow.

2.1 Rozvaha

Rozvaha uvádí jednotlivé položky aktiv a pasiv, zachycuje stav majetku v podniku a zdrojů jeho krytí ke zvolenému určitému časovému okamžiku, většinou k poslednímu dni účetního období, v peněžním vyjádření. V předepsaných vzorech rozvahy nalezneme vyjádření hodnoty majetku za běžné a minulé období, přičemž za běžné období je uvedena v členění na položky „brutto“, která vyjadřuje prvotní ocenění při pořízení, položky „korekce“, která představuje oprávky a opravné položky sloužící k reálnějšímu ocenění, a položky „netto“, která je rozdílem položky brutto a korekce a vyjadřuje současnou účetní hodnotu majetku. [1] (Grünwald 2007, str. 35 – 36)

2.2 Výkaz zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztráty konkretizuje, které náklady a výnosy za jednotlivé činnosti se podílely na tvorbě výsledku hospodaření běžného období, který je pak v rozvaze zobrazen jako jediný údaj. Slouží k posouzení schopnosti podniku zhodnocovat vložený kapitál. Výkaz zisku a ztráty sestavován při uplatnění tzv. aktuálního principu, který znamená, transakce jsou zachycovány a vykazovány v období, jehož se časově i věcně týkají, nikoliv podle toho, zda došlo v daném období k peněžnímu příjmu nebo výdaji. [1] (Grünwald 2007, str. 41)

2.3 Cash flow

Přehled o peněžních tocích je dalším z výkazů, který vyžaduje výroční zpráva. Naše účetní postupy rozlišují tři základní úrovně, stejně jako většina ostatních účetních standardů: provozní cash flow (odráží generování peněz v rámci standardního provozu), investiční cash flow (reflektuje změny peněz v souvislosti s investováním) a finanční cash flow (zahrnuje dopad způsobu financování společnosti). Jelikož se běžně ve výkazu objevují jak kladná, tak záporná čísla, nemá kompletní vertikální či horizontální analýza smysl. Spíše je vhodné soustředit pozornost na nejvýznamnější položky, a ty pak sledovat. [2] (Kislingerová 2008, str. 26)

Účetní jednotka může dle vlastního uvážení počítat provozní cash flow přímou nebo nepřímou metodou. [3]

Přímá metoda

Při užití přímé metody jsou vykázány hlavní skupiny peněžních příjmů a peněžních výdajů provozní činnosti, při jejichž vykázání se vychází buď:

a) z kódování a třídění účetních případů, které se týkají pohybu peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů, do předem stanovených skupin příjmů a výdajů týkajících se provozní činnosti – *tuto variantu přímé metody budeme označovat jako čistou přímou metodu.*

b) ze skupin položek nákladů a výnosů za provozní činnosti ve výkazu zisku a ztrát, které se upravují o:

- změnu stavu materiálu a zboží,
- změnu stavu pohledávek a závazků z provozní činnosti,
- změnu stavu krátkodobého finančního majetku nezahrnutého do peněžních ekvivalentů,
- změny stavu položek přechodných účtů, např. náklady na tvorbu rezerv a opravných položek,

- položky náležející do finanční či investiční činnosti.

Tato varianta sestavení přehledu o peněžních tocích bude označována jako náhradní přímá metoda. [3] (Ryneš 2009, str. 30 – 31)

Nepřímá metoda

Sestavení přehledu o peněžních tocích z provozní činnosti nepřímou metodou je založeno na úpravě hospodářského výsledku (rozdíl mezi výnosy a náklady, tj. zisk nebo ztráta) za běžnou činnost před zdaněním o:

- nepeněžní operace, tj. účetní případy ovlivňující výši zisku nebo ztráty bez dopadu do peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů, např. odpisy, tvorba a čerpání rezerv a opravných položek a některé další,
- změny stavu zásob,
- změny stavu provozních pohledávek a závazků, eventuálně krátkodobého finančního majetku (pokud není součástí peněžních ekvivalentů),
- položky náležející do finanční či investiční činnosti, např. zisk nebo ztráta z prodeje dlouhodobého investičního majetku.

Specifické položky mimořádných příjmů a výdajů, úroků a dividend, resp. podílů na zisku a plateb daní z příjmů včetně záloh na tyto daně jsou vykázány předepsaným způsobem v samostatných položkách obvykle v rámci provozní činnosti, v některých případech je však možno vykázat je i v investiční či finanční činnosti. [3] (Ryneš 2009, str. 31 – 32)

2.4 Stanovení tržní přidané hodnoty

Tržní přidaná hodnota je vyjádřena vztahem:

$$MVA = P - BV$$

kde:

- MVA je tržní přidaná hodnota,
- P je tržní hodnota akcií (počet akcií * cena jedné akcie na burze),
- BV je účetní hodnota (vloženého vlastního kapitálu) firmy.

Podíl tržní hodnoty akcií podniku a jejich účetní hodnoty lze rozložit do soustavy:

$$\frac{P}{VK} = \frac{P}{Z} * \frac{Z}{ZUD} * \frac{ZUD}{A} * \frac{A}{VK}$$

Je patrné, že ukazatel P/VK ovlivňují:

- poměr P/E (VK), tedy poměr tržní ceny a zisku na akcii (Z),
- poměr čistého zisku a zisku před úroky a zdaněním (ZUD),
- výnosnost celkových aktiv (A),
- podíl aktiv (A) na vlastním kapitálu (VK), tzv. finanční páka.

Ukazatel shrnuje i faktory generované trhem, které nelze přesně specifikovat, a proto je vůbec nelze používat jako nástroje měření výkonnosti, resp. výnosnosti firmy. Trh velmi často odráží přání nebo očekávání investorů, kteří realizují vlastní představu rizika a nikoli možnosti firmy, a již vůbec nemůže ovlivnit procesy vně firmy. [4] (Marinič 2008, str. 34 - 35)

Rozhodující faktory MVA poskytující informace investorům o možnostech firmy zhodnotit jejich kapitálové investice:

- hodnota vlastního kapitálu,
- čistý zisk po zdanění,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- kurz akcie,

- počet akcií,
- podíl zisku připadající na jednu akcii. [4]

Kapitálový trh představuje pro firmy prostřednictvím emise, nákupu a prodeje cenných papírů možnost získat, případně investovat kapitál. Investice zároveň znamenají možnost prosazení vlivu v řízení jiných společností a tedy rozhodovací kompetence. Proces obchodování na kapitálovém trhu je nemyslitelný bez znalostí jeho zákonitostí a jeho analýzy prostřednictvím ukazatelů kapitálového trhu. Vzájemné relace a vliv faktorů kapitálového trhu jsou promítnuty do ukazatelů které jsou shrnuty v následujícím přehledu:

$$\text{Výplatní výměr} = \frac{\text{Vyplacená dividenda}}{\text{Čistý zisk na 1 akcii (EPS)}}$$

$$\text{Výnosnost akcie} = \frac{\text{Čistý zisk po zdanění a výplatě prioritních akcií}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

$$\text{Aktivační poměr} = 1 - \text{Výplatní poměr}$$

Míra růstu dodatečných investic akcionářů z titulu nevyplaceného zisku ve formě dividend:

$$g = ROE * \text{Aktivační poměr}$$

$$\text{Vlastní kapitál na akcii} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Počet vydaných kmenových akcií}}$$

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na 1 akcii}}{\text{Kurz akcií}}$$

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na 1 akcii}}{\text{Kurz akcie}}$$

$$\text{Ukazatel } \frac{P}{E} (\text{Price Earning Ratio}) = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk připadající na akcii (EPS)}}$$

$$\text{Poměr tržní hodnoty akcie k účetní hodnotě akcie} = \frac{\text{Kurz akcie}}{\text{Účetní hodnota akcie}}$$

Hlavním cílem investování do cenných papírů je jednak očekávaný výnos ve formě dividendy, ale také růst hodnoty akcií v důsledku růstu kurzu. [4] (Marinič 2008, str. 35 – 36)

2.5 Stanovení ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

kde:

- NOPAT = (*net operating profit after taxes*), zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani.
- Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku.
- WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (*weighed average cost of capital*).

Je – li EVA kladná, byla vytvořena nová hodnota. Je – li naproti tomu EVA záporná, dochází k úbytku hodnoty. [5] (Mařík 2005, str. 13)

2.5.1 Ekonomický zisk a vymezení operační činnosti

Rozdíl mezi ziskem z operační činnosti (NOPAT) a kapitálovými náklady (WACC) je označen jako ekonomický zisk (nadzisk).

Je důležité zdůraznit, že NOPAT by měl být počítán jen z operační činnosti podniku. [5]

Dělení podnikatelské činnosti na operační a neoperační či na provozní a neprovozní je ve světové literce celkem běžné. Operační činnost je **ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu**. Za neoperační (neprovozní) činnosti bývají považovány všechny, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti (např. investování dočasně volných peněz do cenných papírů).

Jeden z hlavních důvodů pro vydělování neprovozních činností je obvykle různá výše podnikatelského rizika a v důsledku toho i potřeba použít rozdílné diskontní míry pro výnosy z provozní a neprovozní činnosti. [5] (Mařík 2005, str. 15)

Ekonomický zisk (nadzisk) je autory odborné literatury vysvětlován do jisté míry různě, což bude naznačeno níže. [5]

2.5.2 Varianty provozních nadzisků

V literatuře lze nalézt více variant, jak vyjádřit operační nadzisk:

- Již zmíněná „economic value addend (EVA)“ navržená poradenskou firmou Stern Stewart & Co.
- „Economic profit“ zpracovaný firmou Mc. Kinsey & Company Inc.
- „Cash value addend (CVA)“ od firmy Boston Consulting Group.

2.5.2.1 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Jak již bylo řečeno, základními prvky tohoto ukazatele jsou:

- NOPAT.
- Capital.

NOPAT je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Upravené daně se vyznačují:

- vyloučením vlivu neprovozních nákladů a výnosů,
- výpočtem daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (tj. nejsou například snižovány nákladovými úroky),
- vyloučením latentních daní, pokud jsou účtovány.

Capital je chápán jako hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Východiskem k jeho zjištění jsou účtovaná aktiva. Tato aktiva jsou ale dále upravována o řadu položek. Typickým příkladem je úprava o náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady jsou aktivovány a postupně odepisovány. Takovéto zvyšování aktiv oproti účetnímu stavu je pak částečně promítáno do zvyšování vlastního kapitálu o tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu (equity equivalents). Hodnota takto upravených aktiv je snížena o explicitně neúročený cizí kapitál, aby

nedocházelo k problémům s odhadem nákladů na tyto položky kapitálu. Pro tento pojem je v konceptu EVA dále používán pojem **NOA** (net operating assets).

Kapitál (NOA) je většinou počítán z **počátečních hodnot hospodářského období** vzhledem ke sledovanému období. Při větších změnách aktiv se připouští i použití průměru z počátečního a konečného stavu upravených aktiv.

Rentabilita kapitálu je pak počítána:

$$r = \frac{NOPAT}{Capital} = \frac{NOPAT}{NOA}$$

Sazba nákladů kapitálu je stanovena pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).

Ukazatel EVA v roce t pak můžeme stanovit:

a) pomocí vzorce hodnotového rozpětí (vzorec „Value Spread“):

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1}$$

Při tomto výpočtu získáváme jako mezivýsledky dva zajímavé ukazatele:

- operační rentabilitu, tj. rentabilitu čistým provozně potřebných aktiv (NOPAT / NOA),
- hodnotové rozpětí jako rozdíl mezi touto operační rentabilitou a náklady kapitálu, je to jakási ekonomická rentabilita (lze také říci, že se jedná o vyjádření ekonomické přidané hodnoty v procentech).

b) pomocí vzorce nákladů na kapitál (vzorec „Capital Charge“):

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

V tomto případě je EVA zjištěna jako rozdíl mezi operačním ziskem a náklady kapitálu v absolutním peněžním vyjádření. [5] (Mařík 2005, str. 17 – 18)

2.5.2.2 *Economic profit*

Autoři této varianty patří ke známé trojici Copeland, Koller, Murin, tedy autorům klasické publikace pro oceňování podniku. Autoři kladou důraz na použití své metody pro oceňování podniku. Jejich model je obdobný modelu EVA s těmito rozdíly:

- Provozní zisk po upravených daních označují jako **NOPLAT**, tedy Net Operating Profit less Adjusted Taxes.
- Hodnota aktiv potřebných k provozu je označována „**investovaný kapitál**“.
- **Úpravy**, kterými dospějeme od účetních aktiv k investovanému kapitálu, jsou oproti metodě EVA jen **omezené**. Zahrnují:
 - úpravu oběžných aktiv na pracovní kapitál odpočtem krátkodobých neúročených závazků,
 - vyloučení aktiv, která nejsou nutná k hlavnímu provozu podniku,
 - nepoužívá se přeceňování stálých aktiv na reprodukční ceny, což pro metodu EVA naopak bývá doporučováno.

Jinak jde o obdobu modelu EVA. Koncept Economic profit byl zamýšlen především jako variantní metoda oceňování k metodě diskontovaných peněžních toků. Mimoto je samozřejmě použitelný i k hodnocení výnosnosti podniku a jeho dílčích částí. [5] (Mařík 2005, str. 18 – 19)

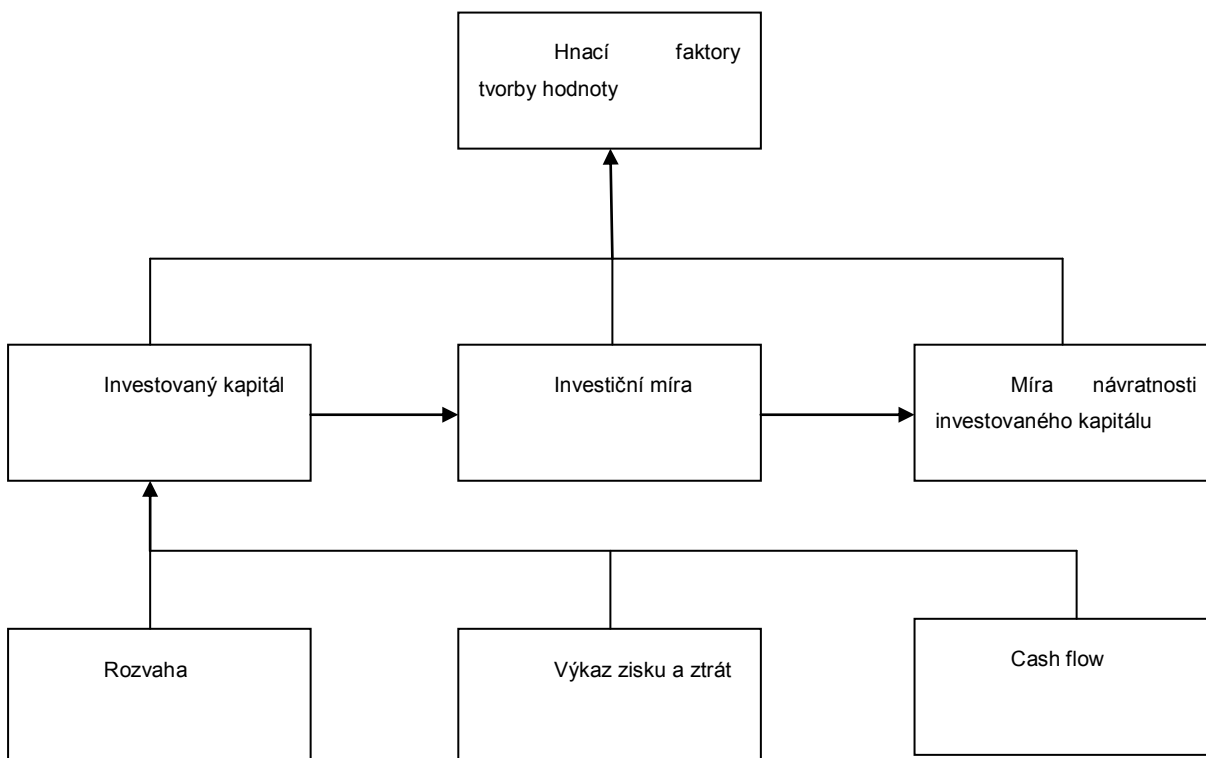
2.5.3 Závěr k variantám provozních zisků

Dá se říci, že podstata obou modelů je shodná. Základní odlišnost spočívá v hloubce propracovanosti, s jakou jsou rozlišovány položky výnosů, nákladů a aktiv sloužící k hlavní činnosti podniku.

Oba modely vyloučí z aktiv položky, které neslouží hlavnímu provozu, a z výnosů a nákladů položky, které s provozně nenutnými aktivy souvisejí. Aktiva pak dále sníží o neúročené závazky. Model „Economic profit“ na této úrovni s úpravami končí a výši takto upravených aktiv označuje jako investovaný kapitál.

Pojmy „investovaný kapitál“ a „operační aktiva“ a pojmy „NOPAT“ a „NOPLAT“ tedy můžeme formálně ztotožnit, ale budou se pravděpodobně lišit v míře přiblížení ekonomické realitě podniku. [5] (Mařík 2005, str. 22 – 23)

3. Tvorba a popis modelu pro stanovení hnacích faktorů a hodnoty firmy



Obrázek 5: Schéma hnacích faktorů tvorby hodnoty

Výše uvedené schéma, ve směru zdola nahoru, naznačuje postup stanovení hnacích faktorů tvorby hodnoty firmy. Na základě tohoto schématu a metody Economic profit byl vytvořen model pro stanovení hodnoty fiktivní společnosti, který zde bude popsán. Základem metody Economic profit je odhad disponibilních peněžních příjmů.

3.1 Odhad disponibilních peněžních příjmů

Disponibilní peněžní příjmy jsou skutečným provozním příjmem společnosti. Je to celkový peněžní příjem společnosti po zdanění, který je k dispozici všem, kdo poskytují společnosti kapitál, tj. věřitelům i akcionářům.

Je nutné správně definovat disponibilní peněžní příjem, aby se zajistila shoda mezi peněžním příjmem a mírou diskontování používanou k oceňování společnosti. Disponibilní peněžní příjem společnosti se počítá odečtením hodnoty, kterou společnost investuje do nového kapitálu z hrubého příjmu, který je k dispozici z operací (provozní výdělků a bezhotovostní náklady). [6] (Copeland 1991, str. 107)

V příloze je znázorněno schéma, kde je typický výpočet disponibilního peněžního příjmu (viz. Příloha 3), odvozený z výsledovky hypotetické společnosti (viz. Příloha 1) a rozvahy (viz. Příloha 2).

Disponibilní peněžní příjmy společnosti se musí rovnat jejím finančním příjmům. To znamená, že celková hotovost vytvořená operacemi společnosti (plus případný peněžní příjem z jiných zdrojů než operací) se musí rovnat čistým platbám všem věřitelům a akcionářům společnosti. [6] (Copeland 1991, str. 107)

Tvorba prognózy toku disponibilních příjmů zahrnuje **čtyři základní kroky**:

- Definování příslušných složek disponibilního peněžního příjmu. Které prvky peněžního příjmu společnosti jsou do disponibilního peněžního příjmu zahrnuty a které nikoli?
- Vypracování sjednoceného historického přehledu výkonu společnosti, zejména pokud jde o její klíčové hnací faktory tvorby hodnoty.
- Vývoj prognostických předpokladů pro všechny prvky disponibilního peněžního příjmu a příslušné scénáře.
- Výpočet a zhodnocení předpovědi disponibilního peněžního příjmu, vyjádřené v klíčových faktorech tvorby hodnoty. [6] (Copeland 1991, str. 109 – 110)

3.1.1 Krok 1: Zjištění příslušných prvků disponibilního peněžního příjmu

Příloha 3 ukazuje hlavní prvky disponibilního peněžního příjmu a toku financí. Následující odstavce definují každý z těchto hlavních prvků.

Příjmy před placením úroků a daní

Příjmy před placením úroků a daní jsou příjmem před zdaněním, který by společnost byla vydělala, kdyby neměla žádný dluh. Zahrnuje všechny typy „provozního“ příjmu. Při výpočtu příjmů před placením úroků a daní by se měly odečíst odpisy, ale nikoli amortizace dobrého jména společnosti (goodwill). [6] (Copeland 1991, str. 111)

Daně z těchto příjmů

Daně z příjmů před placením úroků a daní představují daně vlastní příjmům před placením úroků a daní. Jsou to daně, které by společnost platila, kdyby neměla dluh nebo přebytečné obchodovatelné cenné papíry. Rovnají se celkové dani z příjmu (běžné a odložené), upravené na daň z příjmu přičítanou úrokovým výdajům, úrokovým příjmům a neprovozním položkám. [6] (Copeland 1991, str. 111)

Změna v odložených daních

Pro účely oceňování by měly být daně stanoveny na bázi hotovosti. Předpis daně z příjmu ve výsledovce se obvykle nerovná skutečným daním, placeným společnostmi v hotovosti vzhledem k rozdílům mezi účetnictvím GAAP a účetnictvím pro daně. Úpravu na hotovostní bázi lze vypočítat ze změny v akumulovaných odložených daních z příjmu v bilanci podniku. [6] (Copeland 1991, str. 111 – 112)

Neprovozní zisk minus upravené daně

Neprovozní zisk minus upravené daně představuje provozní zisky společnosti po zdanění, po úpravě daní na hotovostní bázi. To je důležité, protože se to používá při výpočtu míry návratnosti investovaného kapitálu. [6] (Copeland 1991, str. 112)

Odpisy

Odpisy zahrnují všechny bezhotovostní výdaje odvozené z příjmů před placením úroků a daní, kromě amortizace dobrého jména společnosti (goodwill), (která se nepřičítá zpět k čistému provoznímu zisku minus upravené daně, protože při výpočtu tohoto čistého provozního zisku bez upravených daní nebyla odečtena). Zahrnuje rovněž amortizaci nehmotných aktiv s určitou dobou životnosti, jako jsou patenty a koncese. [6] (Copeland 1991, str. 112)

Hrubý příjem

Hrubý příjem představuje celkový peněžní příjem, který společnost odložila. Je to částka, která je k dispozici k dalšímu investování do činnosti pro udržení a růst bez spoléhání na dodatečný kapitál. [6] (Copeland 1991, str. 112)

Změna v provozním kapitálu

Změna v provozním kapitálu je částka, kterou společnost investovala do provozního kapitálu během určitého období. Měl by být zahrnut pouze operační provozní kapitál. Neoperační aktiva, přebytečné obchodovatelné cenné papíry a závazky plodící úroky (krátkodobý dluh a běžná část dlouhodobého dluhu) jsou vyloučeny. [6] (Copeland 1991, str. 112)

Kapitálové výdaje

Kapitálové výdaje zahrnují na nové a náhradní nemovitosti, zařízení a vybavení. Kapitálové výdaje lze počítat jako růst čistého nemovitého majetku, zařízení a vybavení v rozvaze (viz. Příloha 2) plus odpisy za dané období. [6] (Copeland 1991, str. 112)

Investice do dobrého jména společnosti (goodwill)

Investice do dobrého jména společnosti (goodwill) se rovnají hodnotě nákladů na získání jiné společnosti nad účetní hodnotu jejich čistých aktiv. Teoreticky má jméno společnosti nekonečnou životnost a vždy by se mělo uvádět na hrubém základě – tj. před akumulovanou amortizací. V kterémkoliv roce se investice do dobrého jména nejlépe počítají jako čistá změna na účtu jména společnosti v rozvaze

(viz. Příloha 2) plus amortizace dobrého jména společnosti v tomto období. To zajišťuje, že amortizace dobrého jména neovlivní disponibilní peněžní příjem ani jako hrubý peněžní příjem, ani jako hrubé investice. [6] (Copeland 1991, str. 113)

Růst ostatních čistých aktiv

Růst ostatních čistých aktiv se rovná sum výdajů na všechna ostatní provozní aktiva včetně kapitalizovaného nehmotného majetku (patenty, obchodní značky), odložených výdajů a čistého růstu neběžných, úroky nesoucích pohledávek. Lze je vypočítat přímo ze změny na účtech rozvahy (viz. Příloha 2) plus jakákoli amortizace zahrnutá v odpisech. [6] (Copeland 1991, str. 113)

Hrubé investice

Hrubé investice jsou součtem výdajů společnosti na nový kapitál, včetně provozního kapitálu, kapitálových výdajů, dobrého jména společnosti a dalších aktiv. [6] (Copeland 1991, str. 113)

Neprovozní peněžní příjem

Neprovozní peněžní příjem představuje zdaněný peněžní příjem, který nevzniká na základě běžných operací.

Každý neprovozní peněžní příjem se musí explicitně odrazit v hodnotě společnosti. Dělá se to určením celkové hodnoty společnosti jako diskontované současné hodnoty disponibilního peněžního příjmu společnosti plus hodnoty jejího neprovozního peněžního příjmu po zdanění.

Současná hodnota disponibilního peněžního příjmu společnosti

+ Současná hodnota neprovozního peněžního příjmu po zdanění

= Celková hodnota společnosti

Příjmové položky, které se někdy považují za neprovozní, zahrnují příjem z nesouvisejících operací, zvláštních položek a příjem z investic v nesouvisejících sesterských společnostech. [6] (Copeland 1991, str. 113 – 114)

Změna v přebytečných obchodovatelných papírech

Přebytečné obchodovatelné cenné papíry jsou krátkodobé investice v hotovosti, které společnost drží nad své cílové bilance hotovosti k podpoře operací. Cílové bilance lze odhadnout sledováním proměnlivosti hotových peněz společnosti a bilancí obchodovatelných cenných papírů v čase a porovnáním s podobnými společnostmi. [6] (Copeland 1991, str. 114)

Úrokový příjem po zdanění

Úrokový příjem z přebytečných obchodovatelných cenných papírů po zdanění se rovná příjmu před zdaněním násobeno 1 minus příslušná mezní sazba daně z příjmu. Mezní daňová sazba by měla být v souladu se sazbou používanou k úpravě daní na výděly před placením úroků a daní. [6] (Copeland 1991, str. 115)

Změna dluhu

Změna dluhu představuje čisté výpůjčky nebo splacení celého dluhu společnosti, včetně krátkodobého dluhu. [6] (Copeland 1991, str. 115)

Úrokový výdaj po zdanění

Úrokový výdaj po zdanění se rovná úrokovému výdaji před zdaněním násobeno 1 minus mezní sazba daně z příjmu. Mezní daňová sazba by měla být v souladu se sazbou používanou k úpravě daní na příjmy před placením úroků a daní. [6] (Copeland 1991, str. 115)

Dividendy

Dividendy zahrnují všechny dividendy v hotovosti na kmenové nebo preferenční akcie. [6] (Copeland 1991, str. 115)

Vydávání / zpětný odkup akcií

Vydávání / zpětný odkup akcií zahrnuje jak preferenční, tak kmenové akcie a vliv přeměny dluhu na kmenový kapitál. Tuto částku lze vypočítat tak, že se vezme změna celkového kmenového kapitálu plus dividendy minus čistý příjem. [6] (Copeland 1991, str. 115)

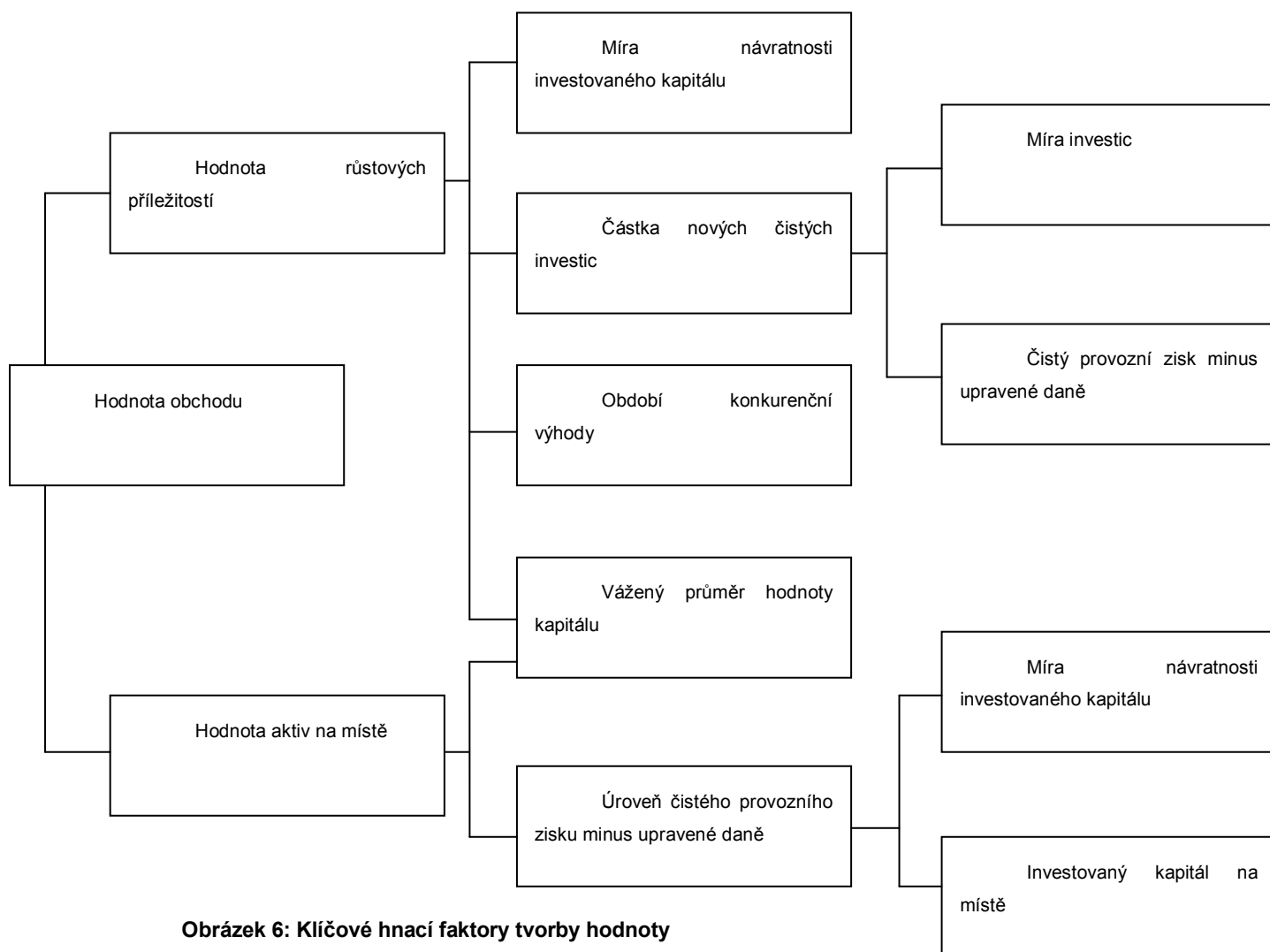
Provozní nájmy

Provozní nájmy jsou veškeré závazky z nájmu, které společnost nepřeměnila v kapitál. Provozní nájmy představují typ financování, a tak by se s nimi mělo zacházet. Proto se upravují finanční výkazy společnosti tak, aby se s provozními nájmy zacházelo, jako by byly kapitalizovány. [6] (Copeland 1991, str. 115)

3.1.2 Krok 2: Vytvoření sjednoceného historického pohledu

Náležité pochopení minulého výkonu společnosti poskytuje základní perspektivu pro vypracování dobré předpovědi budoucího výkonu. Tento výhled by měl být založen na rozboru disponibilního peněžního příjmu společnosti a na rozboru klíčových hnacích faktorů tvorby hodnoty, jak v časovém sledu, tak ve srovnání s jinými společnostmi.

Klíčové faktory tvorby hodnoty jsou shrnuty v následujícím schématu. Nejdůležitější z nich je míra návratnosti investovaného kapitálu, odpovídající váženému průměru hodnoty kapitálu a částce, kterou společnost investuje v tomto poměru do nového kapitálu, aby vytvářela růst. [6] (Copeland 1991, str. 117)



Obrázek 6: Klíčové hnací faktory tvorby hodnoty

Jak ukazuje výše uvedené schéma mezi hnacími faktory tvorby hodnoty a mezi disponibilním peněžním příjmem existuje zřetelné spojení. Pochopením těchto hnacích faktorů tvorby hodnoty – zejména návratnosti investovaného kapitálu a míry investic – se může získat přehled o pravděpodobném chování disponibilního peněžního příjmu a tvorby hodnoty v budoucnosti.

Vytvoření sjednoceného historického pohledu zahrnuje následující úkoly:

- Rozbor historických výkazů disponibilních peněžních příjmů, podpořených výsledovkami (viz. Příloha 1) a rozvahami (viz. Příloha 2) za posledních pět až deset let.
- Rozbor míry návratnosti investovaného kapitálu během historického období.
- Rozbor historické míry investic a jejich důsledků.

- Tvorba závěrů o udržitelnosti míry návratnosti společnosti, převyšující její vážený průměr hodnoty kapitálu. [6] (Copeland 1991, str. 118 – 119)

3.1.2.1 Rozbor historických finančních výkazů

Analýza historických výkazů příjmu volných peněz, výsledovek a bilancí by se měla soustředit na tři oblasti:

- *Hrubý příjem.* Jaké jsou složky hrubého příjmu společnosti?
- *Hrubé investice.* Je hrubých investic více nebo méně než hrubého příjmu? Kam společnost investuje kapitál? Jaké jsou relativní poměry provozního kapitálu, stálých a dalších aktiv?
- *Financování.* Jak společnost financuje své investice? Jak rozděluje svůj nadbytečný příjem? Jaká je úroveň dluhu a obchodovatelných cenných papírů?

Každá oblast by měla být analyzována podle následujících bodů:

- Jaké jsou absolutní a relativní časové trendy každé položky vůči ostatním položkám?
- Jaké položky kolísají? Došlo k nějakým zásadním výkyvům, a čemu se přičítají?
- Jak je společnost srovnatelná s konkurenty? [6] (Copeland 1991, str. 120)

3.1.2.2 Rozbor míry návratnosti investovaného kapitálu

Míra návratnosti investovaného kapitálu (viz. Příloha 4) je nejdůležitějším hnacím faktorem tvorby hodnoty. Společnost vytváří hodnotu pro své akcionáře jen tehdy, pokud vydělává míry návratnosti investovaného kapitálu, které překračují její náklad kapitálu. Míra návratnosti investovaného kapitálu je definována následovně:

$$\text{Návratnost investovaného kapitálu} = \frac{\text{Čistý provozní zisk minus upravené daně}}{\text{Investovaný kapitál}}$$

Čistý provozní zisk minus upravené daně (NOPLAT) byl definován již dříve. Investovaný kapitál je součet operačního provozního kapitálu, čistého nemovitého jmění, zařízení a vybavení a čistých ostatních aktiv (čistá hodnota neběžných pasiv, která neprodukuje úroky) a obvykle se měří na počátku období.

Tato definice míry návratnosti investovaného kapitálu je lepším analytickým nástrojem k pochopení výkonu společnosti, než návratnost kmenového kapitálu nebo návratnost aktiv, protože zaměřuje pozornost na skutečný provozní výkon společnosti. Míra návratnosti tak, jak zde byla definována, trpí stejnými problémy jako jiné míry výkonu založené na účetní evidenci. Je postihnuta jak pravidly účetnictví, tak problémem, že aktiva a některé výdaje jsou zaznamenávány v historických nákladech, a tudíž zkreslené inflací. Přesto je tato míra dokonalejší než podobné míry, jako je návratnost kmenového kapitálu nebo návratnost celkových aktiv. Návratnost kmenového kapitálu může totiž lehce zamlžit provozní výkon finančními rozhodnutími. Návratnost celkových aktiv se počítá mnoha způsoby, takže její problémy spočívají v přístupu. [6] (Copeland 1991, str. 120 – 121)

Míra návratnosti investovaného kapitálu by se měla analyzovat ze dvou hledisek:

- Návratnost celkového investovaného kapitálu jako ukazatel celkového výkonu společnosti.
- Návratnost přírůstkového investovaného kapitálu jako ukazatel, zda nový kapitál vytváří hodnotu. Tato znalost je nezbytná, protože návratnost přírůstkového investovaného kapitálu je klíčovým hnacím faktorem tvorby hodnoty, tvořícím základ prognózy. [6] (Copeland 1991, str. 122)

3.1.2.3 Rozbor míry investic

Druhým nejdůležitějším hnacím faktorem tvorby hodnoty je čistá míra investic. Čistá míra investic měří investice do nových příležitostí vůči peněžnímu příjmu, který společnost vytváří. Míra investic může být vyšší než 100%, pokud společnost používá vnější zdroje kapitálu (například nový dluh nebo kmenový kapitál) k financování současných investic.

$$\begin{aligned}\text{Čistá míra investic} &= \frac{\text{Čisté nové investice}}{\text{Čistý provozní zisk minus upravené daně}} \\ &= \frac{\text{Hrubé investice} - \text{Odpisy}}{\text{Čistý provozní zisk minus upravené daně}}\end{aligned}$$

Rozbor míry investic by se měl zaměřit na pochopení následujícího:

- Jaká byla míra investic?
 - Jak se měnila rok od roku? Existují nějaké významné položky nebo změny, které by se měly vysvětlit?
 - Jaká je kumulativní průměrná míra za několik posledních let? (Kumulativní průměr se vypočítá dělením součtu čistých nových investic za řadu let součtem čistých provozních zisků minus upravené daně za totéž období).
- Co řídí míru investic? K analýze míry investic se používá strom podobný stromu ve schématu Stanovení investiční míry (viz. Příloha 5).
 - Analyzují se složky míry investic z hlediska celkové intenzity aktiv a intenzity přírůstkových aktiv.
 - Provedením typického konkurenčního rozboru odvětví se analyzuje růst výnosů společnosti. Zejména je nutné znát faktory poptávky po výrobcích společnosti a kolik investic je potřeba k uspokojení poptávky. Změnily se průběhu času investice související s prodejem?
- Jaké jsou důsledky míry investic pro:
 - růst čistého provozního zisku minus upravené daně, neboť růst je produktem míry návratnosti investovaného kapitálu a míry investic,
 - finanční rozhodování společnosti? Získává společnost nový kapitál pro financování investic nebo vytváří přebytečnou hotovost, kterou musí vydat? [6] (Copeland 1991, str. 122 – 125)

3.1.2.4 Vyvození závěrů o udržitelnosti míry návratnosti

Konečným klíčovým hnacím faktorem tvorby hodnoty je délka doby, za kterou očekávaná míra návratnosti investovaného kapitálu překročí vážený průměr hodnoty kapitálu společnosti. Cíle je zde nashromáždit záchytné body k udržitelnosti

návratnosti. Závěry o udržitelnosti návratnosti budou založeny většinou na výhledových informacích do budoucna, ale historická analýza je užitečným startovacím bodem. Zahrnuje následující:

- Prověření úrovně a trendů míry návratnosti investovaného kapitálu v celém odvětví a u jednotlivých konkurentů.
- Pochopení změn v mírách návratnosti a formulování hypotéz pro budoucnost na základě použití struktury odvětví a rozboru konkurence. Zahrnuje zejména následující otázky:
 - Zda odvětví současné době prosperuje, jak dlouho to potrvá?
 - Pokud odvětví neprosperuje, dojde k racionalizaci a kdy? [6] (Copeland 1991, str. 125)

3.1.3 Krok 3: Vytvoření prognostických předpokladů a scénářů

Klíčovým prvkem v procesu předpovídání je tvorba prognostických předpokladů. Dobré předpovědi jsou založeny na důkladném rozboru ekonomické stránky společnosti, konkurenční dynamiky odvětví a poptávky po výrobcích společnosti. Pro předpovídání neexistují žádná univerzální pravidla, ale je nutné myslet na následující:

- Určení celkové struktury předpovědi.
- Vytvoření celkových scénářů.
- Vytvoření stanoviska k předpovídání každé proměnné.
- Rozhodnutí o délce předpovědi. [6] (Copeland 1991, str. 126)

3.1.3.1 Určení celkové struktury předpovědi

Struktura předpovědi je pořadí, ve kterém se předpovídají proměnné a způsob, v jakém se uvádějí do souvislosti. Předpověď s nejlepší strukturou začíná sjednocenou předpovědí výsledovky (viz. Příloha 6) a rozvahy (viz. Příloha 7). Z nich pak lze odvodit disponibilní peněžní příjem (viz. Příloha 8).

Nejběžnějším přístupem prognózování výsledovky a rozvahy je předpověď určovaná na základě poptávky. Předpověď určovaná na základě poptávky začíná prodejem. Většina dalších proměnných (výdaje, provozní kapitál) se odvozuje z předpovědi prodeje. K uspořádání předpovědi a ke kontrole její konzistentnosti se

použije strom návratnosti investovaného kapitálu. (viz. Příloha 4). [6] (Copeland 1991, str. 126)

3.1.3.2 Vytvoření příslušných scénářů

Obecně nemůže jediná předpověď nikdy odrážet očekávaný výkon společnosti. Místo toho je lepší předpovídat výkon řadou scénářů. Scénář je obrázkem společnosti za sjednoceného souhrnu okolností a možného souhrnu prognostických předpokladů. Zvažování alternativních scénářů neznamena mechanickou změnu míry růstu prodeje o 10%. Místo toho znamená rozvinutí hypotetických situací, jako jsou následující:

- *Společnost zavádí velkou linku na nový výrobek a prodej se zlevňuje.* Tento scénář by měl zohlednit, jak by reagovala konkurence, co se týče jejich výrobků a tvorby cen. Měl by se rovněž zabývat tím, jak by se společnost vyrovnala se zátěží vyšší úrovně prodeje ve výrobě a v distribuci.
- *Na trh přichází náhradní výrobek.* Jak by společnost reagovala? Jednoduše by ztratila odbyt nebo by podnikla protipatření? Jaké organizační změny by provedla, aby mohla konkurovat v novém prostředí?

Každý scénář by se měl oceňovat nezávisle na ostatních. K odhadu celkové hodnoty společnosti by se mohl použít vážený průměr hodnot scénáře, založený na očekávaných pravděpodobných vyhlídkách.

Analytické rámce, jako je model struktury, řízení a výkonu nebo rámec Porterovy konkurenční analýzy, jsou užitečné pro tvorbu scénářů, protože systematicky ukazují faktory, které by se měly vzít v úvahu. Stručný seznam faktorů, které by se měly uvážit při tvorbě scénářů, zahrnuje následující:

- Potenciál pro nové výrobky nebo technologické objevy, které by ovlivnily poptávku po výrobcích společnosti.
- Schopnost společnosti odlišit výrobky od výrobků konkurentů.
- Případné změny ve vládní politice nebo právní úpravě, jako jsou zákony o životním prostředí nebo překážky v mezinárodním obchodě.

- Finanční síla a strategie klíčových konkurentů společnosti.
- Změny ve vkusu nebo životním způsobu spotřebitelů nebo jiné faktory, které mohou ovlivnit poptávku po průmyslových výrobcích.
- Strategie dodavatelů společnosti a dostupnost základních surovin.

Konečně by se u každého scénáře měly provést rozbor citlivosti. Účelem analýzy citlivosti je pochopit, jak změny proměnných ovlivňují hodnotu společnosti. Zvýší například jednorozhodnutí růst míry růstu prodeje hodnotu společnosti více nebo méně, než jednorozhodnutí provozního rozpětí? Tento typ analýzy zjistí kritické předpoklady v prognóze a případné oblasti soustředění úsilí o tvorbu hodnoty. [6] (Copeland 1991, str. 127 – 128)

3.1.3.3 Vytvoření stanoviska k předpovědi u každé proměnné

Předpovědi oceňovaných proměnných by měly sestavovat na základě pečlivé analýzy struktury odvětví a vnitřních schopností společnosti. Rozbor historické úrovně oceňovacích proměnných je užitečným startovacím bodem. Jakmile by se vypočítaly tyto úrovně, mělo by se kvůli získání názoru na budoucí úroveň každé oceňovací proměnné odpovědět na několik otázek:

- Jaké charakteristiky odvětví měly v minulosti největší dopad na hnací faktory tvorby hodnoty?
- Jaké specifické schopnosti společnosti měly největší dopad na historické hnací faktory tvorby hodnoty?
- Očekává se, že charakteristiky odvětví a schopnosti společnosti udrží v budoucnu své složení? Pokud ne, co se podle očekávání změní?
- Co se musí změnit v odvětví nebo ve společnosti, aby to způsobilo významný posun v historické úrovni hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti?

Alternativní scénáře lze vytvořit s předpokladem odlišných struktur odvětví a schopností společnosti. [6] (Copeland 1991, str. 128)

Zkušenosti ukazují, že by se předpovědi měly primárně odvíjet spíše od strategické, než od finanční analýzy. Jelikož úplné pojednávání jde za rámec této práce, bude se zde hovořit o dvou důležitých finančních problémech: inflaci a riziku.

Inflace

Je doporučeno, aby se předpovědi příjmu volných peněz a diskontní sazby odhadovaly raději v nominálních než reálných měnových jednotkách. *Kvůli sjednocení musí předpověď příjmu volných peněz i diskontní sazba obsahovat přiměřenou očekávanou míru inflace.*

Nemělo by se zapomenout, že očekávané míry inflace v nákladech a ve výnosech se musí odhadovat způsobem shodným s obecnou mírou inflace při diskontování. Obecnou chybou je, že odbytové oddělení společnosti odhaduje míru inflace pro prodej, výrobní oddělení pro náklady a ekonomové pro celkovou míru diskontování, ale nekontrolují své samostatné odhady co do obecné shody. Všechny odhady musí být shodné, se stejnými předpoklady obecné inflace.

Nominální míra diskontování pro disponibilní peněžní příjem bude riziku přizpůsobený vážený průměr hodnoty kapitálu, který obsahuje obecně očekávanou inflaci a reálné míry růstu celé ekonomiky. Stejná nominální diskontní sazba se používá na všechny příjmy.

Ze struktury úrokových měr se může odvodit očekávaná obecná míra inflace, která je shodná s mírou diskontování. Tato časová struktura je založená na výnosech ze splatnosti amerických vládních dluhopisů. Nominální úrokové míry odrážejí očekávání budoucí inflace ze strany věřitelů. [6] (Copeland 1991, str. 128 – 129)

Časová struktura úrokových měr poskytuje tržně založený odhad očekávané inflace v průběhu času. Měl by to být nejlepší odhad pro účely oceňování, z následujících důvodů:

- Inflační předpovědi většiny ekonomů nebo ekonometrů zřídka přesahují jeden nebo dva roky, což je pro oceňování příliš krátká doba.
- Tržně založené odhady zajišťují širší shodu názorů (kdy v sázce jsou peníze investorů) než individuální předpovědi.
- Empirická analýza naznačuje, že tržně založené odhady jsou nejméně předpojaté.

Očekávanou míru inflace během daného období lze odvodit z časové struktury úrokových měr následujícím způsobem:

- Určí se nominální úroková míra bez rizika na časové období, po které se bude odhadovat inflace (použije se stejné období, jaké bude použito k výpočtu váženého průměrného nákladu kapitálu).
- Odhadne se reálná úroková míra. Toto je sporná otázka a různé zdroje poskytují rozdílné odhady.
- Vypočítá se očekávaná míra inflace z nominálních a reálných měr za použití vzorce:

$$\text{Očekávaná inflace} = \frac{(1 + \text{nominální míra})}{(1 + \text{reálná míra})} - 1. \text{ [6] (Copeland 1991, str. 129 – 131)}$$

Riziko

Jak lze do této hodnoty začlenit riskantnost očekávaného příjmu společnosti? Je nutno, uvážit dva typy rizika. Riziko nezaplacení se odráží v odhadu očekávaného příjmu a portfolivé (nerozlišitelné) riziko se odráží v míře diskontování. [6] (Copeland 1991, str. 131)

3.1.3.4 Rozhodnutí o délce předpovědi

Z praktických důvodů by se měla většina předpovědí rozdělit na dvě období: explicitní prognózované období a zbývající doba fungování společnosti. Podrobná předpověď se dělá pro první období. Příjem z druhého, vzdálenějšího období se oceňuje na základě vzorce pro pokračující hodnotu.

Explicitní prognózované období by mělo být dostatečně dlouhé, aby společnost mohla do konce období dosáhnout stabilního stavu. Stabilní stav lze popsat následovně:

- Společnost má konstantní míru návratnosti veškerého nového kapitálu, investovaného během období pokračující hodnoty.
- Společnost má konstantní míru návratnosti na základní úrovni investovaného kapitálu.

- Společnost každoročně investuje konstantní podíl ze svých výdělků zpět do obchodní činnosti.

Nejběžnějším přístupem je vytvoření tak dlouhého prognózovaného období, na jak dlouho se očekávají udržitelné míry návratnosti nových investic společnosti nad její hodnotu kapitálu. Mikroekonomická analýza ukazuje, že v průběhu času konkurence vyžene návratnost ve většině odvětví na úroveň hodnoty kapitálu. Když už se návratnost společnosti přiblíží k její hodnotě kapitálu, je poměrně jednoduché odhadnout pokračující hodnotu společnosti. Proto předpovídání až do sblížení usnadňuje problém pokračující hodnoty. Je – li použit tento přístup, prognózované období by mělo být tak dlouhé, jak je udržitelná návratnost nad vážený průměr hodnoty kapitálu. [6] (Copeland 1991, str. 131 – 133)

3.1.4 Krok 4: Výpočet a hodnocení předpovědi disponibilního peněžního příjmu

Konečným krokem v procesu prognózování je sestavení a vyhodnocení předpovědi disponibilního peněžního příjmu. Předpověď by se měla hodnotit stejným způsobem, jak byl analyzován historický výkon společnosti. Jde o pochopení, jak se předpověď přeměňuje v klíčové faktory tvorby hodnoty (viz. Příloha 9 a Příloha 10): míru návratnosti investovaného kapitálu, míru investic a časové období udržitelné míry návratnosti nad hodnotu kapitálu. Měly by se pokládat tyto otázky:

- Odpovídá výkon společnosti v klíčových faktorech tvorby hodnoty ekonomické stránce společnosti a konkurenční dynamice v odvětví?
- Odpovídá růst výnosu růstu odvětví? Pokud výnos společnosti roste rychleji než je tempo růstu odvětví, kteří konkurenti ztrácejí podíl? Budou činit opatření? Má společnost zdroje ke zvládnutí míry růstu?
- Shoduje se návratnost kapitálu s konkurenční strukturou odvětví. Pokud klesají překážky přístupu na trh, neměl by klesnout očekávaný výsledek? Pokud budou zákazníci vlivnější, klesne rozpětí? Naopak, pokud se upevní postavení společnosti v odvětví, měl by se očekávat rostoucí výdělek? Jak budou vypadat výdělků a růst vzhledem ke konkurenci?
- Jak ovlivní technologické změny výdělek? Ovlivní riziko?
- Zvládne společnost všechny investice, do kterých se použít?

- Nakonec je potřeba znát finanční důsledky předpovědi. Bude si společnost muset opatřit velké částky kapitálu? Pokud ano, může získat financování? Měl by to být dluh nebo kmenový kapitál? Pokud společnost vytváří přebytkové hotové peníze, jaké má možnosti volby pro investování těchto hotových peněz nebo pro jejich navrácení akcionářům? [6] (Copeland 1991, str. 133 – 134)

4. Ověření modelu na konkrétní společnosti, vyhodnocení výsledků a stanovení hodnoty

Tato kapitola je věnována ověření modelu, který je popsán v předchozí kapitole, na reálných datech společnosti OKD a.s. Data byly zjištěny příslušnými **metodami**, které budou popsány níže. **Charakteristiky**, zjištěné na základě těchto metod budou v následujícím textu také uvedeny. Po aplikaci modelu bude vytvořen systém, ve kterém budou vyhodnoceny výsledky, na jejichž základě budou stanoveny hodnoty hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti OKD a.s.

4.1 Metody zjišťování potřebných informací

- Prostudování podnikové dokumentace (zhlédnutí výkazů a zpráv podniku).
- Rozhovor s budoucími uživateli.

Vedení rozhovoru

Zahájení

Prvním krokem v rozhovoru je pomoci klientovi uvolnit se a cítit se co nejpohodlněji. To lze jen těžko, pokud není uvolněný sám poradce. I tehdy když má poradce poskytnout nějaká doporučení, je nesmírně důležité nechat klienta, aby se je nejprve pokusil najít sám. Často navrhne kroky, které chtěl doporučit poradce, a ten pak klientovy vlastní návrhy jen potvrdí a posílí. Nechat klienta hned ze začátku mluvit má i další výhodu. Mohou se tak zrušit případné předpojatosti, které vůči němu poradce pocítil. Má to výhodu i v tom, že se lze podívat na situaci a problém z klientova zorného úhlu.

Navázání vztahu

Rozhovor ve skutečnosti začíná až navázáním osobního kontaktu. Na něm závisí výsledek celého rozhovoru. Napomáhá tomu rychlá orientace poradce v situaci a jeho schopnost vytvořit příznivou atmosféru. Jde-li o orientační průzkumný rozhovor pro potřeby poradce, je vždy nutné vysvětlit cíl a význam rozhovoru a to, jak důležité jsou přesné a správné odpovědi.

Naslouchání

Mnohý rozhovor se uskutečňuje dokonce jen nasloucháním. Jde o jeden ze základních postupů ve vedení rozhovoru; dobrý poradce je i dobrý posluchač, tzn. nepřerušovat druhého, neskákat mu do řeči, ale ani žádná reakce není na místě. [7] (Nakladatelství Portál 2012)

4.2 Charakteristiky společnosti OKD a.s.

4.2.1 Profil společnosti

Společnost OKD je jediným producentem černého uhlí v České republice. Těží jej v hlubinných dolech v jižní části Hornoslezské uhelné pánve – v Ostravsko-karvinském revíru. OKD vyhledává, těží, upravuje, zušlechťuje a prodává černé uhlí s nízkým obsahem síry a dalších příměsí. Takové uhlí se používá především ke koksování s dalším využitím v ocelářském a chemickém průmyslu a dalších odvětvích.

Význam uhlí

Uhlí je nezbytnou surovinou pro řadu průmyslových odvětví:

- výroba energie
 - 25 % primární energie ve světě je produkováno z uhlí
 - téměř 40 % primární energie v ČR je vyráběno z uhlí
 - více než 60 % elektřiny vyrobené v ČR pochází z černého a hnědého uhlí,
- výroba oceli, cementu, oxidu hlinitého
 - 66 % celosvětové produkce oceli je závislých na koksovatelném uhlí,

- papírenský, cementářský, hliníkářský, chemický a farmaceutický průmysl.

Doly:

Důl Karviná

Důl Karviná je největší hlubinný těžební komplex v České republice. Vznikl na jaře roku 2008 sloučením dřívějších dolů Lazy a ČSA do jedné organizační jednotky. Důl má tři dobývací prostory, které se nacházejí v katastrech měst Orlová a Karviná a obcí Doubrava a Dětmárovice. V roce 2010 v něm bylo vytěženo přibližně 4,4 miliónu tun uhlí. Včetně pracovníků dodavatelských firem zaměstnával okolo pěti tisíc lidí

Důl Darkov

Důl Darkov je druhý největší hlubinný těžební komplex v České republice. Uhlí těží v závodech Darkov a 9. květen ve třech samostatných dobývacích prostorech v katastru obcí Karviná a Stonava. V roce 2010 se zde vytěžilo okolo 3,1 miliónu tun uhlí a včetně pracovníků dodavatelských firem zaměstnával důl čtyři tisíce lidí.

Důl ČSM

Důl ČSM se nachází ve Stonavě a jeho dobývací prostor se rozkládá v katastrech Stonavy, Karviné, Albrechtic a Chotěbuzi. Organizačně se člení na dva závody – Sever a Jih. Oba jsou v podzemí propojeny. V roce 2010 zdejší horníci vytěžili cca 2,6 miliónu tun uhlí. Včetně zaměstnanců dodavatelských firem zde pracovalo 3 700 lidí.

Důl Paskov

Důl Paskov se nachází přibližně 20 kilometrů jižně od Ostravy v obci Staříč. Produkuje převážně velmi kvalitní koksovatelné uhlí. V současné době má pouze jediný závod – Staříč, který je dál rozčleněn na lokality Sviadnov, Staříč, Chlebovice a Frenštát, kde je zaveden konzervační režim. Důl Paskov v roce 2010 vytěžil okolo 1,1 miliónu tun uhlí a včetně pracovníků dodavatelských firem zaměstnával přibližně tři tisíce lidí. [8] (OKD a.s. 2011, str. 4 – 6)

Uhlí bývá spojováno s překonanou orientací hospodářství na těžký průmysl, zastaralými provozy a ekologickou zátěží. Ve skutečnosti již nyní roste zájem o kvalitní uhlí použitelné pro hutnictví díky vysoké poptávce po oceli a dalších surovinách v rychle se rozvíjejících asijských ekonomikách. Jeho úloha ve světové ekonomice se bude ještě více zvyšovat s ubývajícimi zásobami ropy a zemního plynu a s pokroky při vývoji kvalitních kapalných a plyných paliv vyráběných z uhlí.

Těžba, zpracování a prodej uhlí je základním, ne však jediným posláním OKD. Jako třetí největší soukromý zaměstnavatel a jeden z největších hospodářských subjektů v oblasti má firma významný vliv na tvář krajiny, životní prostředí, zaměstnanost i každodenní život obyvatel. Hlavními motivy, jimiž se OKD při své činnosti řídí, je odpovědnost, prosperita, stabilita a progresivita. [9] (OKD a.s. 2012)

4.2.2 Předmět podnikání

Hlavními oblastmi činnosti společnosti OKD jsou vyhledávání, těžba, úprava, zušlechťování a prodej černého uhlí s nízkým obsahem síry a produktů s výrobou uhlí úzce spjatých.

Předmět podnikání společnosti podle stanov:

Hornická činnost ve smyslu ust. § 2 písmene a), b), c), d), e), f), g), h), i) zák. ČNR č. 61/1988 Sb., o hornické činnosti, výbušninách a o státní báňské správě, ve znění pozdějších předpisů:

- a) vyhledávání a průzkum ložisek vyhrazených nerostů (dále jen "výhradní ložiska"),
- b) otvírka, příprava a dobývání výhradních ložisek,
- c) zřizování, zajišťování a likvidace důlních děl a lomů,
- d) úprava a zušlechťování nerostů prováděné v souvislosti s jejich dobýváním,
- e) zřizování a provozování odvalů, výsypek a odkališť při činnostech uvedených v písmenech a) až d),
- f) zvláštní zásahy do zemské kůry,
- g) zajišťování a likvidace starých důlních děl,

- h) báňská záchranná služba,
- i) důlně měřická činnost.

Činnost prováděná **hornickým způsobem** ve smyslu ust. § 3 písmene a), c), e), h), i) a ust. § 5 zák. ČNR č. 61/1988 Sb., o hornické činnosti, výbušninách a o státní báňské správě, ve znění pozdějších předpisů:

a) dobývání ložisek nevyhrazených nerostů, včetně úpravy a zušlechťování nerostů prováděných v souvislosti s jejich dobýváním, a vyhledávání a průzkum ložisek nevyhrazených nerostů prováděné k tomu účelu,

c) práce k zajištění stability podzemních prostorů (podzemní sanační práce),

e) zemní práce prováděné za použití strojů a výbušnin, pokud se na jedné lokalitě přemísťuje více než 100 000 m krychlových horniny, s výjimkou zakládání staveb,

h) práce na zpřístupnění starých důlních děl nebo trvale opuštěných důlních děl a práce na jejich udržování v bezpečném stavu,

i) podzemní práce spočívající v hloubení důlních jam a studní, v ražení štol a tunelů, jakož i ve vytváření podzemních prostorů o objemu větším než 300 m krychlových horniny. [10] (OKD a.s. 2012)

Společnost OKD a.s. se zabývá i mnoha dalšími činnostmi. Ty však nejsou podstatné, pro potřeby této práce, a proto zde nebudou uvedeny.

4.3 Společnost OKD a.s., Krok 1: Rozpoznání příslušných složek příjmu volných peněz

Systém byl vytvořen v programu MS Excel 2007 na základě struktury modelu popsaného v předchozí kapitole.

Schémata v přílohách (viz. Příloha 11 – Příloha 13) vymezují důležité složky historického disponibilního peněžního příjmu společnosti OKD a.s. a ukazují jeho výpočet. Zahrnují výsledovku (viz. Příloha 11), rozvahu (viz. Příloha 12), výkaz příjmu volných peněz (viz. Příloha 13). [6]

Údaje z těchto základních účetních výkazů byly použity k dalším výpočtům (viz. Příloha 21, Historické finanční údaje a Historický investovaný kapitál), které jsou důležité k vytvoření sjednoceného historického pohledu.

4.4 Společnost OKD a.s., Krok 2: Vytvoření sjednoceného historického pohledu

K vytvoření úplného historického pohledu na výkon společnosti OKD a.s., se musí v jejich finančních výkazech prozkoumat chování klíčových hnacích faktorů tvorby hodnoty a dalších pozoruhodných bodů. Tyto informace budou použity jako základ pro předpovědi a upozorní na faktory, které mohou ovlivnit oceňování. Bude uvedeno několik postřehů o finančních výkazech společnosti OKD a.s. [6]

4.4.1 Rozbor historických finančních výkazů

Hrubý příjem

Hrubý příjem je vyjádřen jako součet čistého provozního zisku sníženého o upravené daně a odpisů.

Hrubý příjem měl ve všech sledovaných letech rostoucí trend (viz. Příloha 13), což naznačuje větší možnosti dalšího investování a růstu.

Hrubé investice

V letech 2006 – 2009 bylo hrubých investic vždy podstatně méně než hrubého příjmu. V roce 2010 společnost OKD a.s. investovala téměř o 23 miliard Kč více než v roce 2009 (viz. Příloha 13).

Kapitál byl investován do provozního kapitálu, provozních nájmů a ostatních aktiv. V letech 2008 a 2009 došlo také k výraznějšímu nárůstu nemovitého majetku, zařízení a vybavení, to se projevilo jako změna kapitálových výdajů. V rámci tohoto přírůstku byly vykazovány především stroje a zařízení k zpřístupnění nových uhelných zásob a na výstavbu důlních objektů.

Financování

Společnost OKD a.s. své investice financovala částečně ze svého příjmu a zbytek z cizího kapitálu, to se projevilo jako změna výše dluhu. Tato položka disponibilního peněžního příjmu výrazně kolísala. Největší nárůst dluhu byl v roce 2006 a největší pokles v roce 2007, v dalších letech tato položka kolísala méně (viz. Příloha 13).

Evidence zásob

Společnost OKD a.s. evidovala ve svých skladech nakoupené zboží, materiál, zásoby nedokončené výroby a zásoby vlastní výroby – uhlí. K výraznějšímu růstu zásob došlo v roce 2008 vlivem nedokončené výroby (viz. Příloha 12). [11] (OKD a.s. 2010, str. 77)

Odložené daně

Společnost OKD a.s. vykazovala svůj závazek odložené daně z příjmu s použitím závazkové metody.

Touto metodou se závazek z odložené daně počítá s použitím daňových sazeb, které podle oceňování budou existovat, když se změní položky, dávající vzniknout odloženým daním. [6] (Copeland 1991, str. 142)

Odpisy

Společnost OKD a.s. používala ve svých výročních zprávách přímé lineární odepisování. Důlní díla pořízená před 1.1.1993 se odepisovala rovnoměrně sazbou 4% ročně. Důlní díla pořízená po 1.1.1993 se odepisovala rovnoměrně v závislosti na jejich životnosti. Roční odpisová sazba se stanovovala jako podíl pořizovací ceny a stanovené doby trvání důlního díla. [11] (OKD a.s. 2010, str. 76)

Pracovní smlouvy

OKD je největším zaměstnavatelem v Moravskoslezském kraji. V roce 2010 měla firma průměrně 13 693 vlastních zaměstnanců a 3 679 zaměstnanců dodavatelských firem.

Pracovní smlouvy ovlivňují náklady společnosti OKD a.s. a tím i její disponibilní peněžní příjem. [6]

Soudní řízení a opatření vlády

Společnost OKD a.s. prohlásila, že proti ní nejsou vedena žádná právní ani vládní opatření. Pokud by se tato opatření projednávala, musela by se od ocenění odečíst současná hodnota jejich nákladů pro OKD a.s. [6]

4.4.2 Rozbor míry návratnosti investovaného kapitálu

V této části druhého kroku tvorby systému byly použity hodnoty získané v prvním kroku a zkoumané výše. Z těchto hodnot byla vypočítána historická míra návratnosti investovaného kapitálu (viz. Příloha 21, Historická míra návratnosti investovaného kapitálu).

Všechny klíčové hnací faktory tvorby hodnoty jsou uspořádány v historickém výkonu společnosti OKD a.s. (viz. Příloha 14) Míra návratnosti investovaného kapitálu byla během analyzovaných let v průměru 42,41%. V letech 2006 a 2007 byla tato míra návratnosti poměrně stabilní, od roku 2008 do roku 2010 rostla. Nejvyšší hodnotu měla míra návratnosti investovaného kapitálu v roce 2010, a to 67,63%.

V průběhu téhož časového období vzrostly i některé složky návratnosti investovaného kapitálu. Obrat kapitálu i provozní rozpětí se trvale zvyšovalo ve všech sledovaných letech.

Hodnoty jednotlivých složek návratnosti investovaného kapitálu v roce 2010 byly srovnávány se složkami dalších společností s podobným předmětem podnikání (viz. Příloha 15). Složky míry návratnosti investovaného kapitálu společnosti OKD a.s. dosáhly větších hodnot, než byly průměrné hodnoty srovnávaných společností.

Pokud by do rozboru nebyly zahrnuty srovnatelné společnosti, nedalo by se určit, které stránky výkonu společnosti OKD a.s. nastaly díky podmínkám, jež ovlivnily celé odvětví, a které aspekty jsou jedinečné pro OKD a.s. S těmito informacemi se dá lépe odhadnout, jak očekávané trendy v odvětví ovlivní OKD a.s. [6]

4.4.3 Analýza míry investic

Tato část druhého kroku tvorby systému se věnovala stanovení historické investiční míry. K jejímu výpočtu byly opět použity hodnoty získané v prvním kroku, které byly dále zpracovány (viz. Příloha 21, Historické stanovení investiční míry).

Míra investic je důležitým hnacím faktorem tvorby hodnoty. Investice společnosti do provozního kapitálu, nemovitého majetku, zařízení a vybavení nebo dalších dlouhodobých aktiv a jména společnosti využívají hotové peníze, které by se jinak staly disponibilním peněžním příjmem, použitelným pro držitele dluhu a kmenového kapitálu. [6] (Copeland 1991, str. 147)

Historické míry investic společnosti OKD a.s. byly měřené jako procentní podíl na čistém provozním zisku minus upravené daně (viz. Příloha 14). [6]

Čistá míra investic měla ve sledovaném období rostoucí trend, a to v rozmezí zhruba od 25% do necelých 75%.

Opět bylo provedeno srovnání míry investic společnosti OKD a.s. a podobných společností v roce 2010 (viz. Příloha 16). Opět společnost OKD a.s. dosahuje vyšších hodnot než je průměr všech ostatních.

4.4.4 Vyvození závěrů o udržitelnosti měr návratnosti

Očekává se, že míra návratnosti investovaného kapitálu společnosti OKD a.s. bude mít v průběhu prognózovaného období rostoucí trend, protože vlivem vývoje odvětví by obrat kapitálu měl nadále růst a provozní rozpětí by mělo kolísat kolem své průměrné hodnoty.

4.5 Společnost OKD a.s., Krok 3: Vytvoření prognostických předpokladů a scénářů

Tento krok tvorby systému byl zaměřen na tvorbu prognostických předpokladů a scénářů. Tyto předpoklady se zakládají na historickém vývoji hodnot uvedených v prvním kroku tvorby systému, diskutovaných v druhém kroku tvorby systému a historickém vývoji odvětví.

4.5.1 Určení celkové struktury předpovědi

Předpověď pro společnost OKD a.s. je typická poptávková předpověď, tzn. že se nejdříve vytvoří sjednocená předpověď výsledovky a rozvahy a poté výkaz přílivu volných peněz. [6].

4.5.2 Vytvoření příslušných scénářů

V této kapitole bude uveden pouze nejpravděpodobnější scénář pro společnost OKD a.s. Alternativní scénáře přesahují rámec této práce, a proto dále nebudou popisovány.

4.5.3 Vypracování stanoviska k předpovědi u každé proměnné

Byly vytvořeny předpoklady pro vytvoření předpovědi společnosti OKD a.s., které jsou přijatelné, jestliže se vezme v úvahu historický výkon společnosti a očekávané trendy v odvětví. [6]

Příjmy

V současné době se předpokládá, že odvětví, ve kterém se nachází i společnost OKD a.s., bude postupně růst. Tato prognóza vyplývá z ubývajících zásob ropy a předpokladu, že se uhlí v nedaleké budoucnosti stane jediným ekonomicky dostupným fosilním palivem.

Proto je prognózováno, že příjmy, které postupně rostly v historickém sledovaném období (viz. Příloha 13) budou mít rostoucí trend i nadále.

Provozní náklady

Provozní náklady v letech 2006 – 2008 kolísaly v rozmezí 8 mld. Kč až 10 mld. Kč (viz. Příloha 11). V letech 2009 a 2010 byl patrný růst těchto nákladů. Předpokládá se, že tento růst bude pokračovat i budoucnosti a to z důvodu zvyšování bezpečnosti práce, kvality pracovního prostředí a tím i samotné těžby.

Náklady na odpisy

Odpisy jako procentní podíl na hrubém nemovitém majetku, zařízení a vybavení během sledovaných let rostly. Největší nárůst byl zaznamenán v roce 2009 (viz. Příloha 11). Prognóza předpokládá postupný růst nákladů i v budoucnosti.

Provozní kapitál

Pro účely oceňování by měl být provozní kapitál pojímat tak, aby zahrnoval pouze „operační“ typy provozního kapitálu. V případě společnosti OKD a.s. byl definován jako součet provozních hotových peněz, obchodních pohledávek, ostatních pohledávek, zásob a předem placených nákladů minus závazky a ostatní běžná pasiva. Jsou vyloučeny přebytkové obchodovatelné cenné papíry a krátkodobý dluh. [6]

V provozním kapitálu společnosti OKD a.s. se nedaly rozlišit vypovídající trendy. Ve sledovaném časovém rozmezí jednotlivé složky nevykázaly významnou změnu, kromě obchodních a ostatních pohledávek. Obchodní pohledávky v roce 2009 výrazněji poklesly a v následujícím roce prudce stouply nad svou průměrnou hodnotu (viz. Příloha 12).

Díky těmto nevypovídajícím informacím prognóza předpokládá, že jednotlivé složky provozního kapitálu společnosti OKD a.s. budou mírně růst nebo kolísat.

Fixní aktiva a odpisy

Fixní aktiva jsou pravděpodobně nejžehavější částí předpovědi. Většina příjmů, nákladů a provozního kapitálu společnosti jsou rovnoměrně ovlivňována inflací. Jelikož fixní aktiva se nenahrazují každoročně, je těžké předpovědět náklady na náhradu starých aktiv, která se opotřebují. [6] (Copeland 1991, str. 153)

Očekává se, že hodnota inflace v budoucnosti bude kolísat na poměrně stejných hodnotách jako během několika posledních let. Proto se předpověď přiklání k tomu, že během prognózovaného období zůstane poměr příjmů na nemovitém majetku, zařízení a vybavení blízko historickému průměru. [6]

Dále se předpokládá, že fixní aktiva se používají až do doby, dokud nejsou plně odepsána a že nemají žádnou fyzickou zbytkovou hodnotu. Proto se částka z aktiv vyřazených z hrubého nemovitého majetku, zařízení a vybavení bude rovnat částce snížení akumulovaných odpisů. [6] (Copeland 1991, str. 153)

Financování

Na konci sledovaného historického období, byl uhrazen dlouhodobý dluh (viz. Příloha 12), proto se předpokládá, že v prognózovaném období bude společnost OKD a.s. poskytnut nový dlouhodobý dluh. Úroková sazba na nový dluh se předpokládá stejná jako na dluh původní.

Ostatní

K dispozici je velmi málo informací o položkách neprovozního příjmu, jež se ve výsledovce společnosti OKD a.s. skládají ze zisků nebo ztrát při nakládání s nemovitým majetkem, zařízením a z kategorie „Ostatní příjem“. [6]

Ostatní aktiva v rozvaze jsou předpovídána tak, že budou kolísat na podobných hodnotách jako v historickém sledovaném období.

4.5.4 Rozhodnutí o délce prognózovaného období

Je prognózováno postupné zlepšování situace celého odvětví a tím pádem i společnosti OKD a.s., její současná situace by se měla postupně zlepšovat a to by mělo vést ke stabilizaci nebo i růstu provozního výkonu společnosti. Toto se očekává v následujících pěti letech, a proto bylo prognózované období určeno na pět let.

4.6 Společnost OKD a.s., Krok 4: Výpočet a zhodnocení předpovědi příjmu volných peněz

4.6.1 Předpověď příjmu volných peněz

V tomto kroku byla stanovena výsledná předpověď výsledovky (viz. Příloha 17), rozvahy (viz. Příloha 18) a příjmu volných peněz (viz. Příloha 19). Tyto předpovídané účetní výkazy jsou založeny na předpokladech popsanych v předchozím kroku tvorby systému. Výsledná předpověď obsahuje i pomocné výpočty sloužící k ucelenějšímu pohledu na prognózovaný vývoj hodnot (viz. Příloha 21, Předpovídané finanční údaje a Předpovídaný investovaný kapitál).

4.6.2 Stanovení předpovídaných hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti OKD a.s.

Postup stanovení předpovídaných klíčových hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti je obdobný jako u stanovení historických hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti popsanych v druhé a třetí části druhého kroku tvorby systému.

Předpovídaná návratnost investovaného kapitálu byla vypočítána z hodnot předpovídaných účetních výkazů (viz. Příloha 21, Předpovídaná míra návratnosti investovaného kapitálu).

Předpovídaná investiční míra byla vypočítána opět z hodnot předpovídaných účetních výkazů (viz. Příloha 21, Předpovídaná investiční míra).

Byl vyhotoven souhrn předpovídaných klíčových hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti OKD a.s. (viz. Příloha 20).

Míra návratnosti investovaného kapitálu by měla v předpovídaném období růst pomaleji, ale zato stabilněji než v období historickém. Předpovídaná čistá investiční míra by měla kolísat kolem své průměrné hodnoty, na rozdíl od historické, která měla rostoucí trend.

Závěr

Stanovení hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty má význam pro každou společnost. Analýza hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti umožňuje zaznamenávat jejich historický vývoj a také okolnosti díky, kterým se hodnoty vyvíjely právě tímto způsobem. Tyto záznamy jsou dále použity jako základ pro budoucí předpověď hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti.

Předpověď umožňuje s určitou pravděpodobností odhadnout vývoj společnosti i celého odvětví. Zaměřuje se také na otázky, jako jsou: „Na které významné změny ve společnosti má vliv vývoj odvětví?“, „A které hodnoty ovlivňuje sama společnost?“ apod.

Při prognózování budoucích hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti je lepší udělat raději delší předpověď než kratší. Zpravidla nebývá použito kratší prognózované období než sedm let. Prognózované období by se nikdy nemělo určovat vlastním vnitřním plánovacím obdobím společnosti. Pro účely této práce bylo dostačující stanovit prognózované období na pět let.

Všechny výsledné hodnoty, které byly v systému vypočteny, byly určitým přínosem pro stanovení předpovídaných hodnot hnacích faktorů tvorby hodnoty společnosti. I přes relativně krátké prognózované období systém dospěl k závěrům, které vedení společnosti OKD a.s. může využít jako podklad k rozhodování o řízení hnacích faktorů tvorby hodnoty.

Seznam literatury

[1] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

[2] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-713-5.

[3] RYNEŠ, Petr. *Cash flow v účetní závěrce*. 3. vyd. Olomouc: ANAG, 2009. 191 s. ISBN 978-80-7263-490-3.

[4] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.

[5] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2005. ISBN 80-86119-61-0.

[6] COPELAND, Tom, KOLLER, Tim a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: VICTORIA PUBLISHING, 1991. ISBN 80-85605-41-4.

[7] NAKLADATELSTVÍ PORTÁL. [online]. 2012, [cit. 2012-04-12]. Dostupný z WWW: <http://www.portal.cz/scripts/detail.php?id=2071>

[8] OKD a.s.: *Firemní profil 2011*. [online]. OKD [cit. 2012-04-12]. Dostupný z WWW: http://www.okd.cz/dokums_presskit/111013_cz_okd_firemni_profil_2011_cz_nahled_2752.pdf

[9] OKD a.s.: *O nás – Profil společnosti 2012*. [online]. OKD [cit. 2012-04-12]. Dostupný z WWW:

<http://www.okd.cz/cz/o-nas/profil-spolecnosti/>

[10] OKD a.s.: *O nás – Profil společnosti – Předmět podnikání 2012*. [online]. OKD [cit. 2012-04-12]. Dostupný z WWW: <http://www.okd.cz/cz/o-nas/profil-spolecnosti/predmet-podnikani/>

[11] OKD a.s.: *Výroční zpráva 2010*. [online]. OKD [cit. 2012-04-13] Dostupný z WWW: http://www.okd.cz/dokums_presskit/okd_vyrocni_zprava_2010_4459.pdf

Seznam obrázků

Obrázek 1: Konkurenční výhoda a tvorby hodnoty	8
Obrázek 2: Charakteristika strategického systému měření výkonnosti	10
Obrázek 3: Tvorba hodnoty pomocí akcelérátorů	16
Obrázek 4: Akcelérátory tvorby hodnoty	17
Obrázek 5: Schéma hnacích faktorů tvorby hodnoty.....	28
Obrázek 6: Klíčové hnací faktory tvorby hodnoty	35

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;

- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3); - souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;

- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

Seznam příloh

Příloha 1: Společnost Preston, Historická výsledovka	1
Příloha 2: Společnost Preston, Historická rozvaha	1
Příloha 3: Společnost Preston, Historický příjem volných peněz.....	1
Příloha 4: Míra návratnosti investovaného kapitálu	1
Příloha 5: Stanovení investiční míry	1
Příloha 6: Společnost Preston, Předpovídaná výsledovka	1
Příloha 7: Společnost Preston, Předpovídaná rozvaha	1
Příloha 8: Společnost Preston, Předpovídaný disponibilní peněžní příjem	1
Příloha 9: Společnost Preston, Souvislost mezi disponibilním peněžním příjmem a klíčovými hnacími faktory tvorby hodnoty	1
Příloha 10: Společnost Preston, Předpovídané klíčové faktory tvorby hodnoty .	1
Příloha 11: Společnost OKD a.s., Historická výsledovka	1
Příloha 12: Společnost OKD a.s., Historická rozvaha	1
Příloha 13: Společnost OKD a.s., Historický příjem volných peněz	1
Příloha 14: Společnost OKD a.s., Historické klíčové hnací faktory tvorby hodnoty.....	1
Příloha 15: Srovnání měr návratnosti investovaného kapitálu.....	1
Příloha 16: Srovnání míry investic.....	1
Příloha 17: Společnost OKD a.s., Předpovídaná výsledovka.....	1
Příloha 18: Společnost OKD a.s., Předpovídaná rozvaha.....	1
Příloha 19: Společnost OKD a.s., Předpovídaný disponibilní peněžní příjem	1
Příloha 20: Společnost OKD a.s., Předpovídané klíčové hnací faktory tvorby hodnoty.....	1
Příloha 21: Přiložené CD, DP_OKD	1

Přílohy

Příloha 1: Společnost Preston, Historická výsledovka

SPOLEČNOST PRESTON, HISTORICKÁ VÝSLEDOVKA (v milionech \$)

Výsledovka	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Výnosy	197,6	222,3	272,3	299,5	350	418,9	505,4
Provozní náklady	175,4	206,9	249,6	274,7	327,5	383,6	467,4
Náklady na odpisy	12,8	9,3	11,2	13	15	17,7	26,4
Provozní příjem	9,4	6,1	11,5	11,8	7,5	17,6	11,6
Amortizace dobrého jména společnosti	0	0	0	0	0	0,1	0,6
Neprovozní příjem	1,8	1,8	1,7	3,2	0,3	0,3	0,5
Příjem z úroků	0	0	0	0	0,9	0,7	0,6
Náklady na úroky	0,1	0,4	0,8	1	3,4	4,1	10,1
Příjmy před zdaněním	11,1	7,5	12,4	14	5,3	14,4	2
Daně z příjmu	5,3	2,4	5,8	5,2	1	7,1	0,7
Příjem před mimořádnými položkami	5,8	5,1	6,6	8,8	4,3	7,3	1,3
Dopad							
Účetní změny	0,5	0	0	0	0	0	5,8
Čistý příjem	6,3	5,1	6,6	8,8	4,3	7,3	7,1
Výkaz nerozdělených zisků	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Počáteční nerozdělené zisky	60,6	64,8	67,8	70	76	78,2	82,6
Čistý příjem	6,3	5,1	6,6	8,8	4,3	7,3	7,1
Kmenové dividendy	2,1	2,1	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
Úpravy	0	0	1,6	0	0,7	0	0
Konečné nerozdělené příjmy	64,8	67,8	70	76	76,8	82,6	86,8

Příloha 2: Společnost Preston, Historická rozvaha

SPOLEČNOST PRESTON, HISTORICKÁ ROZVAHA (v milionech \$)

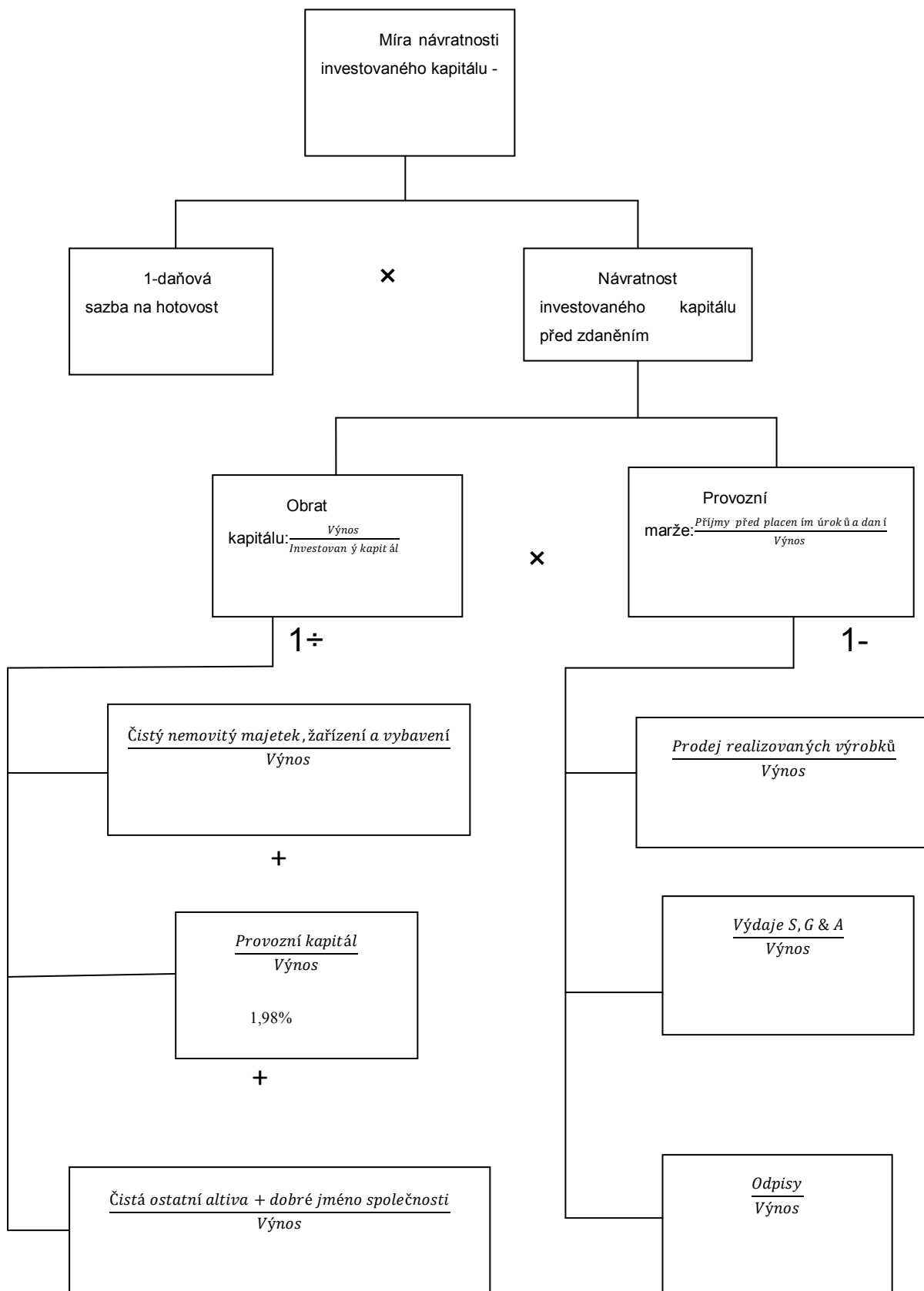
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Provozní hotovost	4	4,4	5,4	6	6	8,4	10,1
Přebytečné obchodovatelné cenné papíry	10,9	3	20,5	10,3	0	5,8	3,2
Obchodní pohledávky	17,9	24,4	33	33,3	43,9	49,8	57,7
Ostatní pohledávky	1,5	2	2,7	2,7	6,2	4,9	5,7
Zásoby	1,9	2,1	2,8	2,5	9	10,9	11,9
Předem zaplacené náklady	4,3	5,1	5,3	6	2,4	4,4	5
Běžná aktiva	40,5	41	69,7	60,8	67,5	84,2	93,6
Hrubý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	100	117,7	128,2	155,6	204,7	272,5	297,6
Akumulované odpisy	37,7	42,3	48,7	56,5	71,9	86,9	103,4
Čistý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	62,3	75,4	79,5	99,1	132,8	185,6	194,2
Jméno společnosti	0	0	0	0	3,2	24,7	24,4
Ostatní aktiva	0,5	1,2	1,2	3,1	3,4	6,2	8,3
Celková aktiva	103,3	117,6	150,4	163	206,9	300,7	320,5
Krátkodobý dluh	0,3	0,8	0,9	1,5	11,5	12,5	20,7
Závazky	7,3	11	11,9	10,5	14,2	16,2	18,9
Ostatní běžné závazky	13,9	13,5	18,2	18,5	21,4	27,8	28,8
Celkové běžné závazky	21,5	25,3	31	30,5	47,1	56,5	68,4
Dlouhodobý dluh	3,7	8,6	13,2	17,4	38,4	112,9	122,4
Odložené daně z příjmu	8,7	11	12,6	15,5	19,6	25,1	20,3
Kmenové akcie	4,6	4,9	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6
Nerozdělené příjmy	64,8	67,8	70	76	76,8	82,6	86,8
Celkový běžný kmenový kapitál	69,4	72,7	93,6	99,6	100,4	106,2	110,4
Celková pasiva a kmenový kapitál	103,3	117,6	150,4	163	205,5	300,7	321,5

Příloha 3: Společnost Preston, Historický příjem volných peněz

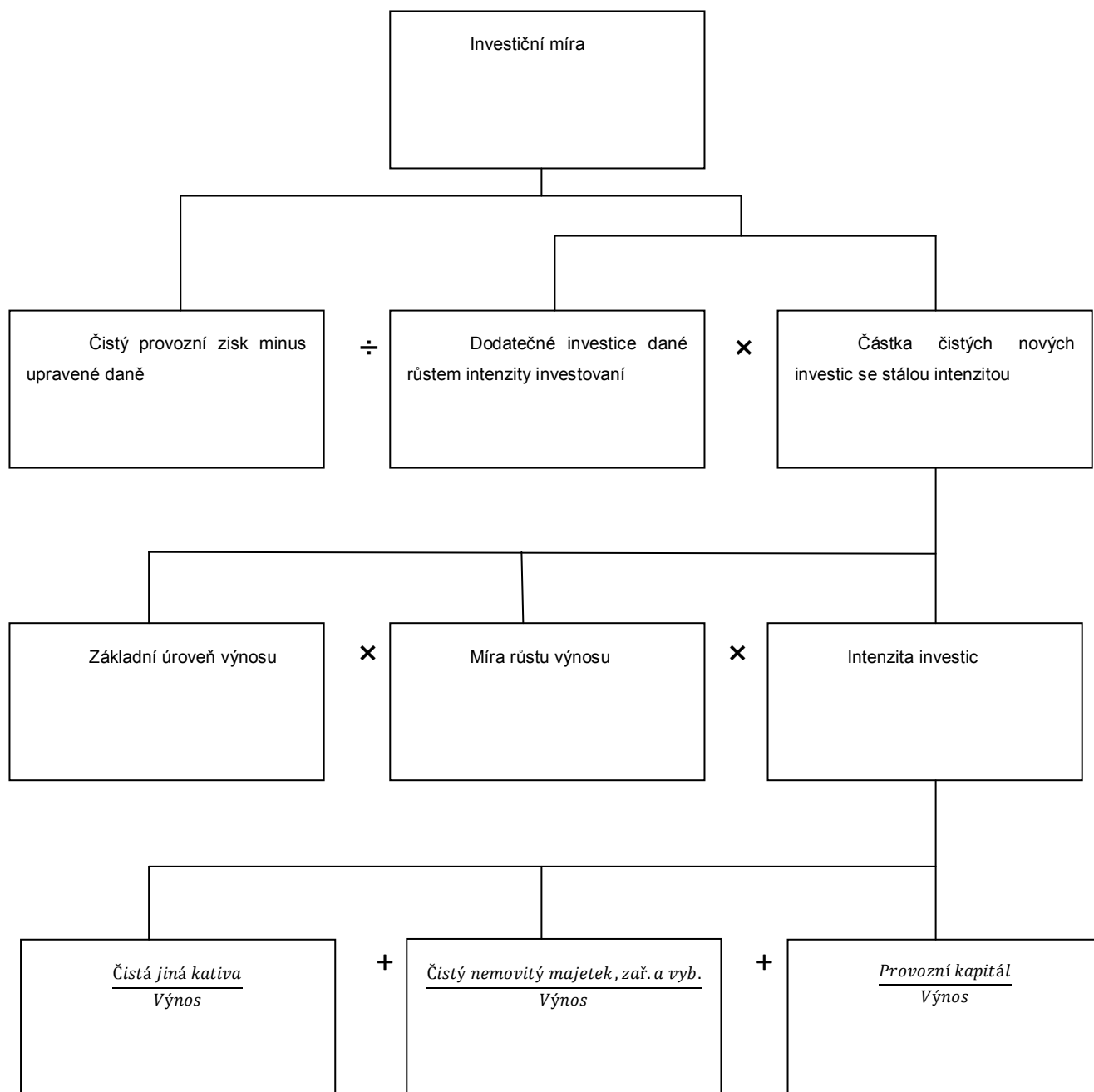
SPOLEČNOST PRESTON, HISTORICKÝ PŘÍJEM VOLNÝCH PENĚŽ (v milionech \$)

Příjem volných peněz	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Příjmy	222,3	272,3	299,5	350	418,9	505,4
Provozní náklady	206,9	249,6	274,7	327,5	383,6	467,4
Náklady na odpisy	9,3	11,2	13	15	17,7	26,4
Úprava provozního nájmu	0,8	0,9	1	1,1	1,2	0,9
Upravené příjmy před placením úroků daní	6,9	12,4	12,8	8,6	18,8	12,5
Daně na příjmy před placením úroků daní	2,1	5,8	4,6	2,6	9,2	5,6
Změna v odložených daních	2,3	1,6	2,9	4,1	5,5	1
Čistý provozní zisk minus: upravené daně	7,1	8,2	11,1	10,1	15,1	7,9
Odpisy	9,3	11,2	13	15	17,7	26,4
Hrubý příjem	16,4	19,4	24,1	25,1	32,8	34,3
Změna provozního kapitálu	5,1	5,6	2,4	10,4	2,5	8,3
Kapitálové výdaje	22,4	15,3	32,6	32,2	26,5	35
Kapitalizované provozní nájem	0,7	0,7	0,8	0,9	1	2,3
Nemovitý majetek, zařízení a vybavení z akvizicí	0	0	0	16,5	44	0
Investice do jména společnosti	0	0	0	3,2	21,6	0,3
Růst ostatních aktiv	0,7	0	1,9	0,3	2,8	2,1
Hrubé investice	28,9	21,6	37,7	63,5	98,4	48
Provozní disponibilní peněžní příjem	12,5	2,2	13,6	38,4	65,6	9,1
Neprovozní peněžní příjem	0,9	0,9	1,6	0,2	0,2	0,3
Celkový příjem před financováním	11,6	1,3	12	38,2	65,4	8,8
Finanční příjem	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Vzrůst/pokles přebytečných obchodovatelných cenných papírů	7,9	17,5	10,2	10,3	5,8	2,6
Příjem z úroků po zdanění	0	0	0	0,5	0,4	0,3
Pokles/vrůst dluhu	5,4	4,7	4,8	31	75,5	17,7
Úrokové výdaje po zdanění	0,2	0,4	0,5	1,7	2,1	5,6
Pokles/vzrůst kapitalizovaných provozních nájmů	0,7	0,7	0,8	0,9	1	2,3
Úrok z provozních nájmů	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5
Běžné dividendy	2,1	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
Pokles/vzrůst celkem	0,3	17,1	0	0,7	0	0
Finanční peněžní příjem	11,6	36,3	12	38,3	77,1	13,9

Příloha 4: Míra návratnosti investovaného kapitálu



Příloha 5: Stanovení investiční míry



Příloha 6: Společnost Preston, Předpovídaná výsledovka

SPOLEČNOST PRESTON, PŘEDPOVÍDANÁ VÝSLEDOVKA (v milionech \$)

Výsledovka	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Výnosy	610,8	700,9	789,5	874,9	955,9	1046,8	1145,3	1254,8	1376,6	1512,5	1654,5
Provozní náklady	554,5	633,7	710,5	783,7	852,1	933,2	1021	1118,6	1227,2	1348,3	1474,9
Náklady na odpisy	28,8	31,7	35,4	39,4	44,3	50	56,9	64,5	72,9	81,9	91,5
Provozní příjem	27,5	35,5	43,6	51,8	59,5	63,6	67,4	71,7	76,5	82,3	88,1
Amortizace dobrého jména společnosti	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Neprovozní příjem	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Příjem z úroků	0,3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady na úroky	15,4	16,9	18,8	20,6	22,6	24,7	27,8	31,2	34,8	38,7	42,7
Příjmy před zdaněním	12,3	18,5	24,7	31,1	36,8	38,8	39,5	40,4	41,6	43,5	45,3
Daně z příjmu	4,6	7,1	9,5	12	14,2	15	15,2	15,6	16,1	16,8	17,5
Příjem před mimořádnými položkami	7,7	11,4	15,2	19,1	22,6	23,8	24,3	24,8	25,5	26,7	27,8
Dopad											
Účetní změny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý příjem	7,7	11,4	15,2	19,1	22,6	23,8	24,3	24,8	25,5	26,7	27,8
Výkaz nerozdělených zisků	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Počáteční nerozdělené zisky	85,8	89,5	96,1	105,1	116,8	131,9	148,3	165,1	182,4	199,2	216,5
Čistý příjem	7,7	11,4	15,2	19,1	22,6	23,8	24,3	24,8	25,5	26,7	27,8

Kmenové dividendy	2,9	3,8	5,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,6	7,8	8,4	9
Úpravy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konečné nerozdělené příjmy	90,6	97,1	106,1	117,8	133	149,3	166,2	183,3	200,1	217,5	235,3

Příloha 7: Společnost Preston, Předpovídaná rozvaha

SPOLEČNOST PRESTON, PŘEDPOVÍDANÁ ROZVAHA (v milionech \$)

[illegible]

z příjmu	22,9	25,8	29,1	32,8	36,9	41,6	46,9	52,6	59,7	67,2	75,6
Běžné akcie	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6
Nerozdělené příjmy	89,5	96,1	105,1	116,8	131,9	148,3	165,1	182,4	199,2	216,5	234,3
Celkový běžný kmenový kapitál	113,1	119,7	128,7	140,4	155,5	171,9	188,7	206	222,8	240,1	257,9
Celková pasiva a kmenový kapitál	353,3	389,1	426	468,3	514,8	572,7	635	701,9	773,5	848,4	925

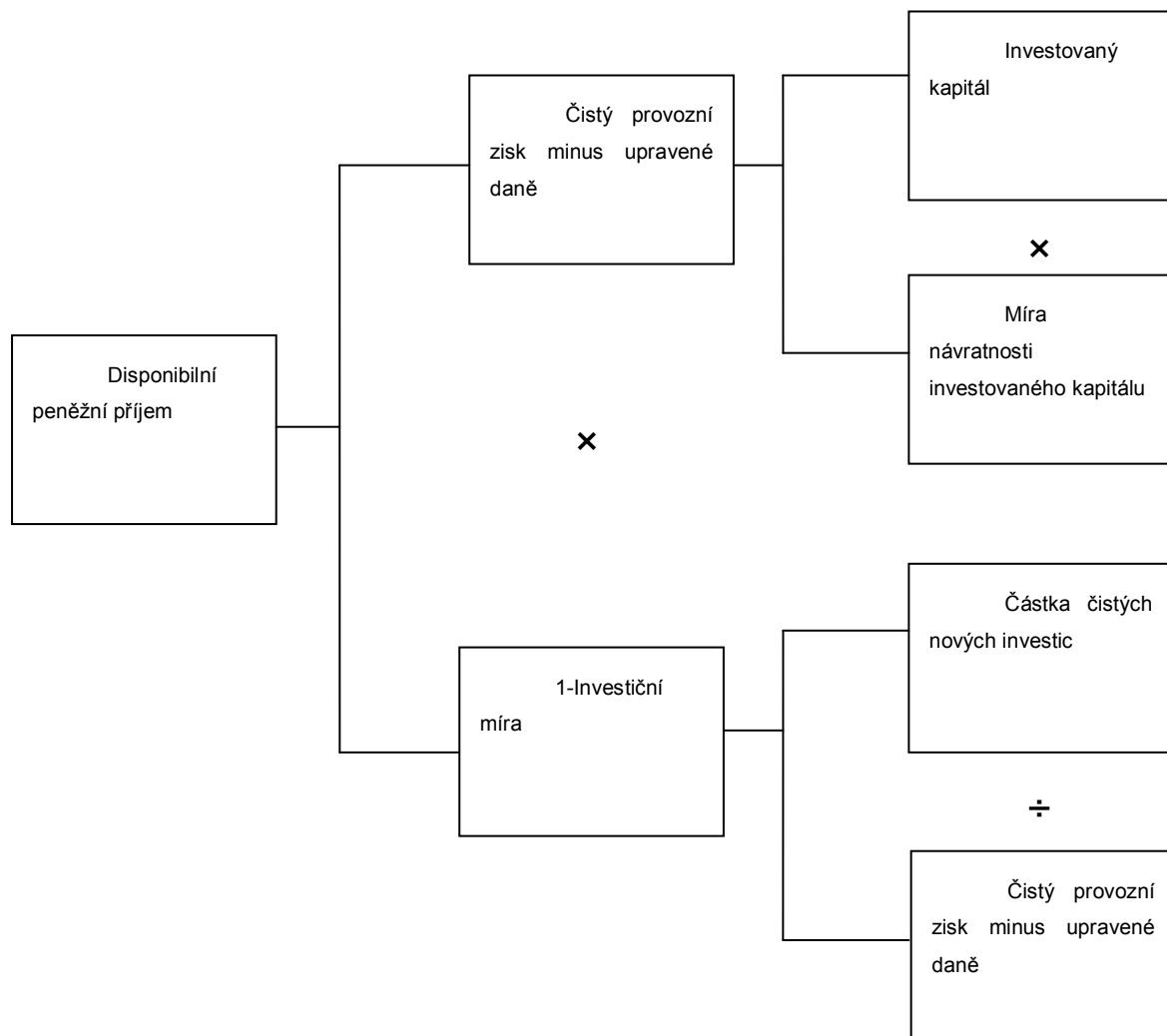
Příloha 8: Společnost Preston, Předpovídaný disponibilní peněžní příjem

SPOLEČNOST PRESTON, PŘEDPOVÍDANÝ DISPONIBILNÍ PENĚŽNÍ PŘÍJEM (v milionech \$)

[illegible]

před financováním	4,2	3,2	1,2	1	1,4	6,4	7,4	7,7	6,9	5,1	1,7
Finanční příjem	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Vzrůst/pokles přebytečných obchodovatelných cenných papírů	3,2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Příjem z úroků po zdanění	0,2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pokles/vrůst dluhu	12,9	17,1	15,8	18,4	19,1	27,7	30,4	32,8	35,5	36,6	36,2
Náklady na úroky po zdanění	9,4	10,3	11,5	12,6	13,8	15,1	17	19	21,2	23,6	26
Pokles/vzrůst kapitalizovaných provozních nájmů	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	2	2,2
Úrok z provozních nájmů	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6
Kmenové dividendy	2,9	3,8	5,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,6	7,8	8,4	9
Pokles/vzrůst celkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční peněžní příjem	4,2	3,2	-0,7	-0,3	-0,8	6,5	7,4	7,6	6,9	5,1	1,8

Příloha 9: Společnost Preston, Souvislost mezi disponibilním peněžním příjmem a klíčovými hnacími faktory tvorby hodnoty



Příloha 10: Společnost Preston, Předpovídané klíčové faktory tvorby hodnoty

SPOLEČNOST PRESTON, PŘEDPOVÍDANÉ KLÍČOVÉ FAKTORY TVORBY HODNOTY

[illegible]

[illegible]

Příloha 11: Společnost OKD a.s., Historická výsledovka

SPOLEČNOST OKD a.s., VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč)

Výsledovka	2006	2007	2008	2009	2010
Výnosy	18782369	20083892	24498869	34003657	46615772
Provozní náklady	8034770	8987085	9684937	14547797	20372681
Náklady na odpisy	1739137	1842076	1469217	3440123	3602717
Provozní příjem	9008462	9254731	13344715	16015737	22640374
Amortizace dobrého jména společnosti	0	0	500000	0	0
Neprovozní příjem	1621651	3241887	1921153	909640	824084
Příjem z úroků	157470	56150	127195	58736	24561
Náklady na úroky	92587	376157	342442	382458	439906
Příjmy před zdaněním	10694996	12176611	14550621	16601655	23049113
Daně z příjmu	606998	698390	1320719	510953	781333
Příjem před mimořádnými položkami	10087998	11478221	13229902	16090702	22267780
Dopad					
Účetní změny	500000	500000	500000	500000	500000
Čistý příjem	10587998	11978221	13729902	16590702	22767780
Výkaz nerozdělených zisků	2006	2007	2008	2009	2010
Počáteční nerozdělené zisky	6000000	3300000	6700000	7000000	7300000
Čistý příjem	10587998	11978221	13729902	16590702	22767780
Kmenové dividendy	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Úpravy	0	0	0	0	0
Konečné nerozdělené příjmy	14587998	13278221	18429902	21590702	28067780

Příloha 12: Společnost OKD a.s., Historická rozvaha

SPOLEČNOST OKD a.s., ROZVAHA (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní hotovost	33324509	13408698	17659152	18026438	14837649
Přebytečné obchodovatelné cenné papíry	13000	41589	46004	53432	56101
Obchodní pohledávky	3788991	3975179	4147633	2253645	4841775
Ostatní pohledávky	1599486	2864162	1507569	1317698	5725805
Zásoby	899141	611369	1406222	1095242	922040
Předem zaplacené náklady	391391	313339	234951	199401	51725
Běžná aktiva	40016518	21214336	25001531	22945856	26435095
Hrubý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	107657	19737	652329	961984	156787
Akumulované odpisy	50230	9556	33158	42100	45316
Čistý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	57427	10181	619171	919884	111471
Jméno společnosti	1000000	2200000	1000000	1000000	1000000
Ostatní aktiva	2182962	11760529	12631212	17279125	11628251
Celková aktiva	43256907	35185046	39251914	42144865	39174817
Krátkodobý dluh	2781444	1698130	2212542	2190634	167
Závazky	50977	7112	221737	465075	273811
Ostatní běžné závazky	4675379	5019620	4623467	5776687	6378553
Celkové běžné závazky	7507800	6724862	7057746	8432396	6652531
Dlouhodobý dluh	17189556	11446300	9832016	8016413	0
Odložené daně z příjmu	2971553	2735663	2932250	3105354	3454506
Kmenové akcie	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
Nerozdělené příjmy	14587998	13278221	18429902	21590702	28067780
Celkový běžný kmenový kapitál	15587998	14278221	19429902	22590702	29067780
Celková pasiva a kmenový kapitál	43256907	35185046	39251914	42144865	39174817

Příloha 13: Společnost OKD a.s., Historický příjem volných peněz

SPOLEČNOST OKD a.s., PŘEHLED O PENĚŽNÍCH TOCÍCH (v tis. Kč)

Příjem volných peněz	2006	2007	2008	2009	2010
Příjmy	18782369	20083892	24498869	34003657	46615772
Provozní náklady	8034770	8987085	9684937	14547797	20372681
Náklady na odpisy	1739137	1842076	1469217	3440123	3602717
Úprava provozního nájmu	596574	-213629	1780088	3794012	3704150
Upravené příjmy před placením úroků daní	9605036	9041102	15124803	19809749	26344524
Daně na příjmy před placením úroků daní	-513662	-877298	-2333991	-66130	292073
Změna v odložených daních	230000	250000	100000	120000	160000
Čistý provozní zisk minus: upravené daně	10348698	10168400	17558794	19995879	26212451
Odpisy	1739137	1842076	1469217	3440123	3602717
Hrubý příjem	12087835	12010476	19028011	23436002	29815168
Změna provozního kapitálu	1532230	-3248929	-337491	2866632	-2236752
Kapitálové výdaje	-8547905	2330800	-4712640	-1008334	12802500
Kapitalizované provozní nájem	700000	600000	300000	400000	500000
Nemovitý majetek, zařízení a vybavení z akvizicí	0	0	0	0	0
Investice do jména společnosti	0	0	0	0	0
Růst ostatních aktiv	9577567	870683	4647913	-5650874	11628251
Hrubé investice	3261892	552554	-102218	-3392576	26167503
Provozní disponibilní peněžní příjem	15002561	-3557708	2334565	3088471	-9919459
Neprovozní peněžní příjem	105200	202000	145000	178000	166000
Celkový příjem před financováním	14897361	-3759708	2189565	2910471	10085459
Finanční příjem	2006	2007	2008	2009	2010
Vzrůst/pokles přebytečných obchodovatelných cenných papírů	0	0	0	0	0
Příjem z úroků po zdanění	157470	56150	127195	58736	24561
Pokles/vrůst dluhu	19475142	-5895801	677962	-1839208	1553079
Úrokové výdaje po zdanění	-10414	-366521	-342442	-382458	-147316
Pokles/vzrůst kapitalizovaných provozních nájmů	700000	600000	300000	400000	500000
Úrok z provozních nájmů	210000	250000	220000	160000	180000
Běžné dividendy	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Pokles/vzrůst celkem	-3235665	3363422	2961966	6068485	10130415
Finanční peněžní příjem	14897361	-3759708	2189565	2910471	10085459

Příloha 14: Společnost OKD a.s., Historické klíčové hnací faktory tvorby hodnoty

SPOLEČNOST OKD a.s., HISTORICKÉ KLÍČOVÉ FAKTORY TVORBY HODNOTY

	2006	2007	2008	2009	2010
Návratnost investovaného kapitálu (ROIC)					
Příjmy/průměrný kapitál	0,568686331	0,608093412	0,741769	1,029551	1,411417
Příjmy před placení úroků a daní/příjmy	51,14%	45,02%	61,74%	58,26%	56,51%
ROIC před zdaněním	29,08%	27,37%	45,79%	59,98%	79,77%
Provozní daňová sazba	11,20%	9,18%	12,10%	10,87%	15,21%
ROIC po zdanění	25,82%	24,86%	40,25%	53,46%	67,63%
Přírustková ROIC před zdaněním	14,27%	19,28%	28,82%	36,97%	64,54%
Přírustková ROIC po zdanění	9,52%	12,86%	19,22%	24,66%	43,05%
Návratnost průměrného kmenového jmění	7,00%	9,00%	5,00%	7,00%	4,00%
Návratnost prodeje	2,30%	2,50%	1,20%	1,70%	2,00%
Investiční míry					
Čistá investiční míra	25,29%	32,74%	55,22%	58,63%	74,64%
Míry růstu					
Prodeje	13,50%	21,60%	10,70%	15,80%	18,90%
Čistý provozní zisk bez upravených daní	91,37%	101,77%	57,91%	87,81%	76,28%
Příjmy na jednu akcii	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Míry na jednu akcii					
EPS (před mimořádnými položkami)	10,348698	10,1684	17,55879	19,99588	26,21245
Dividendy na jednu akcii	2	2	2	2	2
Účetní hodnota na jednu akcii	14,587998	13,278221	18,4299	21,5907	28,06778
Financování					
Krytí					
(příjmy před placením úroků a daní/úrok)	45,73826667	36,164408	68,7491	123,8109	146,3585
Dlouhodobý dluh/celkový kapitál	110,27%	80,17%	50,60%	35,49%	0,00%
Celkový dluh/celkový kapitál	128,12%	92,06%	61,99%	45,18%	0,00%
Provozní kapitál					
Denní nesplacené prodeje	25000	25000	25000	25000	25000
Upravený provozní kapitál/prodeje	0,18%	0,14%	0,27%	0,50%	0,59%
Běžný poměr	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

Příloha 15: Srovnání měr návratnosti investovaného kapitálu

SROVNÁNÍ MĚR NÁVRATNOSTI INVESTOVANÉHO KAPITÁLU, 2010

$$1 - \left(\frac{\text{provozni_naklady}}{\text{prijem}} + \frac{\text{odpisy}}{\text{prijem}} \right) = \text{provozni_rozpeti}$$

Společnost

Severočeské doly a.s.	40,50%	8,40%	51,10%
Litvínovská uhelná a.s.	48,10%	10,10%	41,80%
Vršanská uhelná a.s.	45,70%	6,38%	47,92%
Sokolovská uhelná a.s.	46,60%	5,20%	48,20%
Průměr	45,23%	7,52%	47,26%
OKD a.s.	43,70%	7,73%	48,57%

$$1 - \frac{\text{provozni_kapital}}{\text{prijem}} + \frac{\text{ciste_PPE}}{\text{prijem}} + \frac{\text{dl_aktiva_a_jm_spol}}{\text{prijem}} = \text{obrat_kapitalu}$$

Společnost

Severočeské doly a.s.	45,20%	0,55%	28,80%	84,15%
Litvínovská uhelná a.s.	46,10%	0,78%	26,30%	80,98%
Vršanská uhelná a.s.	48,60%	1,11%	31,20%	83,71%
Sokolovská uhelná a.s.	49,30%	0,69%	28,70%	80,09%
Průměr	47,30%	0,78%	28,75%	82,23%
OKD a.s.	42,44%	0,24%	27,09%	84,89%

$$\text{provoz_rozpeti} * \text{obrat_kap} * 1 - \text{dan_sazba_na_hotovost} = \text{navratnost_invest_kap_po_zdaneni}$$

Společnost

Severočeské doly a.s.	51,10%	84,15%	99,30%	42,70%
Litvínovská uhelná a.s.	41,80%	80,98%	87,50%	29,62%
Vršanská uhelná a.s.	47,92%	83,71%	91,40%	36,66%
Sokolovská uhelná a.s.	48,20%	80,09%	85,90%	33,16%
Průměr	47,26%	82,23%	91,03%	35,54%
OKD a.s.	48,57%	84,89%	105,35%	43,44%

Příloha 16: Srovnání míry investic

SROVNÁNÍ MÍRY INVESTIC, 2010

$$\frac{\text{investice}_{\text{do_prov}}}{\text{kap}} + \frac{\text{investice_do}_{\text{cisteho_nem}}}{\text{maj_zar_vyb}} + \frac{\text{investice_do}_{\text{ostat_dl_aktiv}}}{\text{a_jm_spol}} = \text{Mira_investic}$$

$$\frac{\text{cisty_prov}}{\text{zisk} - \text{upravene dane}} + \frac{\text{cisty_prov}}{\text{zisk} - \text{upravene dane}} + \frac{\text{cisty_prov}}{\text{zisk} - \text{upravene dane}} = \text{Mira_investic}$$

Společnost

Severočeské doly a.s.	4,92%	0,51%	124,80%	130,23%
Litvínovská uhelná a.s.	4,12%	0,41%	129,86%	134,39%
Vršanská uhelná a.s.	3,05%	0,39%	118,46%	121,90%
Sokolovská uhelná a.s.	3,75%	0,37%	114,12%	118,24%
Průměr	3,96%	0,42%	121,81%	126,19%
OKD a.s.	5,85%	0,43%	125,98%	132,25%

Příloha 17: Společnost OKD a.s., Předpovídaná výsledovka

SPOLEČNOST OKD a.s., PŘEDPOVÍDANÁ VÝSLEDOVKA (v tis. Kč)

Výsledovka	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy	50000000	58000000	68500000	73250000	82400000
Provozní náklady	22000000	26120000	32800000	35300000	38900000
Náklady na odpisy	3912500	3222000	4574000	4730600	4955000
Provozní příjem	24087500	28658000	31126000	33219400	38545000
Amortizace dobrého jména společnosti	600000	600000	600000	600000	600000
Neporvozní příjem	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
Příjem z úroků	0	0	0	0	0
Náklady na úroky	300000	300000	300000	300000	300000
Příjmy před zdaněním	24187500	28758000	31226000	33319400	38645000
Daně z příjmu	810230	880900	922000	974000	1020000
Příjem před mimořádnými položkami	23377270	27877100	30304000	32345400	37625000
Dopad účetní změny	0	0	0	0	0
Čistý příjem	23377270	27877100	30304000	32345400	37625000
Výkaz nerozdělených zisků	2011	2012	2013	2014	2015
Počáteční nerozdělené zisky	7620000	8020000	8300000	8600000	9100000
Čistý příjem	23377270	27877100	30304000	32345400	37625000
Kmenové dividendy	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Úpravy	0	0	0	0	0
Konečné nerozdělené příjmy	28997270	33897100	36604000	38945400	44725000

Příloha 18: Společnost OKD a.s., Předpovídaná rozvaha

SPOLEČNOST OKD a.s., PŘEDPOVÍDANÁ ROZVAHA (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní hotovost	15560000	16780000	13250000	17260000	18430000
Přebytečné obchodovatelné cenné papíry	0	0	0	0	0
Obchodní pohledávky	5200000	5950000	6400000	6800000	7220000
Ostatní pohledávky	2500000	3200000	2330000	2945000	3100000
Zásoby	1220000	998420	910500	1463000	999890
Předem zaplacené náklady	124000	242000	189000	152000	133000
Běžná aktiva	24604000	27170420	23079500	28620000	29882890
Hrubý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	178000	194000	524000	56000	87000
Akumulované odpisy	56000	61000	69000	26000	41000
Čistý nemovitý majetek, zařízení a vybavení	122000	133000	455000	30000	46000
Jméno společnosti	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
Ostatní aktiva	19111680	18024800	24089402	19910941	21121519
Celková aktiva	44837680	46328220	48623902	49560941	52050409
Krátkodobý dluh	2200000	1500000	1960000	2150000	950000
Splatné závazky	212000	316000	265000	422000	263000
Ostatní běžné pasiva	688410	765120	654902	793541	828409
Celkové běžné pasiva	3100410	2581120	2879902	3365541	2041409
Dlouhodobý dluh	0	0	0	0	0
Nový dlouhodobý dluh	8500000	6200000	4300000	2150000	0
Odložené daně z příjmu	3240000	2650000	3840000	4100000	4284000
Běžné akcie	1000000	1000000	1000000	1000000	1000000
Nerozdělené příjmy	28997270	33897100	36604000	38945400	44725000
Celkový běžný kmenový kapitál	29997270	34897100	37604000	39945400	45725000
Celková pasiva a kmenový kapitál	44837680	46328220	48623902	49560941	52050409

Příloha 19: Společnost OKD a.s., Předpovídaný disponibilní peněžní příjem

SPOLEČNOST OKD a.s., PŘEDPOVÍDANÝ DISPONIBILNÍ PENĚŽNÍ PŘÍJEM (v tis. Kč)

Disponibilní peněžní příjem	2011	2012	2013	2014	2015
Příjmy	50000000	58000000	68500000	73250000	82400000
Provozní náklady	22000000	26120000	32800000	35300000	38900000
Náklady na odpisy	3912500	3222000	4574000	4730600	4955000
Úprava provozního nájmu	3200000	2800000	1500000	-250000	545000
Upravené příjmy před placením úroků daní	27287500	31458000	32626000	32969400	39090000
Daně na příjmy před placením úroků daní	354000	-420000	-230000	158000	360000
Změna v odložených daních	280000	190000	150000	169000	220000
Čistý provozní zisk minus: upravené daně	27213500	32068000	33006000	32980400	38950000
Odpisy	3912500	3222000	4574000	4730600	4955000
Hrubý příjem	31126000	35290000	37580000	37711000	43905000
Změna provozního kapitálu	-1500000	-590000	2600000	1400000	220000
Kapitálové výdaje	-9500000	-7200000	-5400000	-4900000	-3600000
Kapitalizované provozní nájem	500000	600000	700000	400000	500000
Nemovitý majetek, zařízení a vybavení z akvizic	0	0	0	0	0
Investice do jména společnosti	0	0	0	0	0
Růst ostatních aktiv	-1086880	6064602	-4178461	1210578	21121519
Hrubé investice	-11586880	-1125398	-6278461	-1889422	24001519
Provozní disponibilní peněžní příjem	-2800000	-1700000	500000	1500000	2400000
Neprovozní peněžní příjem	178000	212000	197000	145000	261000
Celkový příjem před financováním	-2622000	-1488000	697000	1645000	2661000
Finanční příjem	2011	2012	2013	2014	2015
Vzrůst/pokles přebytečných obchodovatelných cenných papírů	0	0	0	0	0
Příjem z úroků po zdanění	120000	64500	148000	87000	68000
Pokles/vrůst dluhu	-580000	550000	-500000	500000	-1100000
Náklady na úroky po zdanění	-170000	-230000	-105000	-145000	-198000
Pokles/vzrůst kapitalizovaných provozních nájmů	500000	600000	700000	400000	500000
Úrok z provozních nájmů	220000	298000	247000	194000	202000
Kmenové dividendy	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Pokles/vzrůst celkem	-612000	-634500	2491000	2707000	5197000
Finanční peněžní příjem	-2622000	-1488000	697000	1645000	2661000

Příloha 20: Společnost OKD a.s., Předpovídané klíčové hnací faktory tvorby hodnoty

SPOLEČNOST OKD a.s., PŘEDPOVÍDANÉ KLÍČOVÉ FAKTORY TVORBY HODNOTY

		2011	2012	2013	2014	2015
	Návratnost investovaného kapitálu (ROIC)					
	Příjmy/průměrný kapitál	1,200127778	1,392148	1,644175	1,758187	1,977811
x	Příjmy před placení úroků a daní/příjmy	54,58%	54,24%	47,63%	45,01%	47,44%
=	ROIC před zdaněním	65,50%	75,51%	78,31%	79,13%	93,83%
	Provozní daňová sazba	10,50%	12,50%	11,30%	14,30%	13,60%
	ROIC po zdanění	58,62%	66,07%	69,46%	67,82%	81,07%
	Přírustková ROIC před zdaněním	52,77%	63,19%	63,74%	69,16%	77,16%
	Přírustková ROIC po zdanění	35,20%	42,15%	42,51%	46,13%	51,47%
	Návratnost průměrného kmenového jmění	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%	14,00%
	Návratnost prodejů	1,00%	1,50%	1,80%	2,10%	2,30%
	Investiční míry					
	Čistá investiční míra	51,60%	61,59%	56,98%	50,36%	56,97%
	Míry růstu					
	Prodeje	35,50%	34,90%	38,15%	41,30%	46,30%
	Čistý provozní zisk bez upravených daní	96,32%	84,86%	97,16%	100,08%	84,67%
	Příjmy na jednu akcii	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Míry na jednu akcii					
	EPS (před mimořádnými položkami)	27,2135	32,068	33,006	32,9804	38,95
	Dividendy na jednu akcii	2	2	2	2	2
	Účetní hodnota na jednu akcii	28,99727	33,8971	36,604	38,9454	44,725
	Financování					
	Krytí					
	(příjmy před placením úroků a daní/úrok)	124,0340909	105,5638	132,0891	169,9454	193,5149
	Dlouhodobý dluh/celkový kapitál	28,34%	17,77%	11,43%	5,38%	0,00%
	Celkový dluh/celkový kapitál	35,67%	17,77%	11,43%	5,38%	0,00%
	Provozní kapitál					
	Denní nesplacené prodeje	20000	20000	20000	20000	20000
	Upravený provozní kapitál/prodeje	0,62%	0,53%	0,66%	0,85%	0,97%
	Běžný poměr	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Příloha 21: Příložené CD, DP_OKD